



Escola de Ciências Sociais e Humanas

Departamento de Economia Política

A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro

Diana Alexandra de Magalhães Pinto

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de
Mestre em Direito das Empresas: Especialização em Direito das Sociedades Comerciais

Orientador:

Doutor António Pereira de Almeida, Professor Convidado
ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa

Junho, 2014

Responsabilidade civil do Intermediário Financeiro



Escola de Ciências Sociais e Humanas

Departamento de Economia Política

A Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro

Diana Alexandra de Magalhães Pinto

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de
Mestre em Direito das Empresa: Especialização em Direito das Sociedades Comerciais

Orientador:

Doutor António Pereira de Almeida, Professor Convidado
ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa

Junho, 2014

*“Porque eu sou do tamanho do que vejo,
E não do tamanho da minha altura.
E o que vejo são os meus sonhos.”*

Alberto Caeiro

(heterónimo de Fernando Pessoa)

AGRADECIMENTOS

Desde o início da elaboração desta dissertação que contei com o apoio de inúmeras pessoas, contributos sem os quais não seria possível a conclusão da mesma.

Gostaria de reconhecer o auxílio prestado pelo meu orientador, professor Doutor António Pereira de Almeida no decurso da elaboração desta dissertação.

Ao Professor Manuel Pita pela preocupação de garantir que a elaboração desta dissertação corresse da melhor forma.

Aproveito para referir e agradecer à Faculdade de Direito da Universidade de Direito de Lisboa, pela sua vasta Biblioteca, bem como ao ISCTE pelas mesmas razões.

Quero deixar expresso o meu reconhecimento à instituição financeira BNP PARIBAS Securities Services por todo o apoio prestado desde o nascer deste projeto até à sua conclusão.

Agradeço do fundo do meu coração a todos aqueles que despenderam e dedicaram o seu tempo e energia, não só a apoiarem a elaboração da presente dissertação, bem como a darem-me alento emocional para a conclusão da mesma.

Gostaria de agradecer aos meus pais, irmã e cunhado, por toda a sua paciência para comigo.

Em especial, aos meus pais por acreditarem sempre em mim, pela preocupação constante e apoio incondicional, pelo encorajamento perseverante e paciência.

A eles que me ensinaram a fazer tudo da melhor maneira possível, e que me deram e dão a confiança necessária para realizar todos os meus sonhos.

A eles dedico este trabalho.

Obrigada!

RESUMO

Palavras-Chave:

Intermediário Financeiro, Mercados Financeiros, Valores Mobiliários, DMIF, Responsabilidade civil – K220

O meu objetivo nesta dissertação passa por traduzir algum do hibridismo das soluções previstas na lei para a relação comercial entre o intermediário financeiro e o cliente como investidor, e a possível imputação de danos nesta relação.

As situações que pretendo estudar são os mercados financeiros, principalmente os seus agentes financeiros, em especial o cliente e o intermediário financeiro. E, nesta vertente, os deveres a ele associados para que, adiante, possa analisar a questão da imputação dos danos, aquando da violação de algum dever por parte do intermediário financeiro, principalmente quanto à questão da prestação de informações. Pretendemos analisar detalhadamente a conduta que deverá ser prosseguida pelo intermediário financeiro. Sem esquecer, o que pensamos ser a base desta relação, a tutela de confiança.

Iremos também estudar os possíveis casos de exclusão de responsabilidade civil do intermediário financeiro.

Gostaria de suscitar os clássicos problemas da responsabilidade civil, e consequentemente, o nexo de causalidade da mesma.

Há outras situações conexas que não quero deixar de referir e estudar. São estas, o caso em que o intermediário financeiro omite informações ao cliente, ou quando aquele aconselha erradamente um cliente. Neste conjunto de casos, não podemos esquecer o mais importante, a reintegração do cliente no mercado e, consequentemente, a indemnização por lucros cessantes e pelos danos eventualmente sofridos.

Concluindo pela natureza jurídica da responsabilidade vertente.

Abstract

Key-words:

Broker, Financial Markets, Investment Securities, MiFID, Liability – K220

My main goal in this dissertation is to understand the hybrid solutions that the law gives on the commercial relationship between the financial intermediary (the broker) and the client as an investor, and the possible apportioning the cost of restoring the damages in this relationship.

The case studies I intend to understand are related to the financial markets, mainly, his financial agents, specially the client and the broker. In this context, I would like to give special attention to the broker duties. The situation of breach of his professional duties, for example the wrong provision of information. At this point I will detailed study the conduct expected from the financial intermediary. Without forgetting what I believe being the basis of this relationship, the protection of trust.

I want to raise the classic problems of liability, and the exclusion liability cases.

There are other situations that I want to mention and study.

These cases are when the financial intermediary omits information to the client, or, when the he wrongly advises a client.

To finish, I want to give importance to the reintegration of the client in the financial markets and his compensation for loss of profits and suffered damages.

Concluding by the legal nature of this responsibility.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	1
CAPÍTULO I: A Evolução do mercado de capitais português	3
1.1 Pequena Introdução à Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros – DMIF.	7
CAPÍTULO II: Os Mercados Financeiros.....	9
Capítulo III: Os Sujeitos Financeiros	13
3.1: O Investidor: Cliente-investidor	13
3.1.1. O perfil do Investidor em Portugal.....	18
3.2: Os Intermediários financeiros.....	19
3.2.1: A importância da intermediação financeira	19
3.2.2: Os Intermediários Financeiros	20
3.3. Subcontrato de intermediação financeira.....	25
Capítulo IV: Os Contratos de Intermediação Financeira.....	27
4.1: Contrato de Intermediação Financeira, em especial	27
4.1.1. Tipos de contratos mobiliários	30
a) Contrato de gestão de carteira	30
b) Contrato de assistência.....	31
c) Contrato de simples colocação.....	31
d) Contrato de tomada firme	32
e) Contrato de colocação com garantia	32
f) Contrato de registo ou depósito	32
g) Contrato de consultoria para investimento	33
h) Contrato de comissão para receção, transmissão e execução de ordens.....	33
Capítulo V: Os deveres dos Intermediários financeiros	35
5.1. Princípios e deveres respeitantes ao exercício da atividade de intermediação financeira	35
5.2. O princípio da proteção dos legítimos interesses dos investidores e da eficiência do mercado: Deveres para com o Mercado	37
5.3. Deveres para com o cliente	37
5.3.1. Deveres pré-contratuais	37
a) O Dever de categorização do cliente e o Dever de adequar o serviço prestado ao perfil do investidor	37
b) O Dever de avaliação de adequação da operação	40
c) Deveres de informação prévia	41

5.2.1. Deveres contratuais:	43
a) O princípio da observância dos ditames da boa-fé: Dever de agir de acordo com elevados padrões de diligência, lealdade e transparência.....	43
b) Dever de assegurar uma conduta diligente	44
c) Dever de adotar uma conduta leal.....	46
d) O dever de tratar equitativamente o conflito de interesses	48
e) A Conduta transparente: O Dever de informação, em especial	50
f) O dever de executar nas melhores condições	52
g) Deveres de organização e de administração da atividade dos intermediários financeiros	53
Capítulo VI: Responsabilidade civil do Intermediário financeiro.....	55
6.1: Imputação dos Danos.....	55
1. Facto voluntário:	57
2. Ilicitude	57
3. Culpa.....	58
4. O Dano.....	60
5. O nexo de causalidade entre o facto e o dano.....	61
6.2. Exclusão da Responsabilidade civil.....	62
6.2.1. Responsabilidade do intermediário financeiro por facto de outrem	62
6.2.2. Exceção de não cumprimento	63
6.2.3. Culpa do Cliente.....	66
6.4. Natureza jurídica da responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente.....	67
CONCLUSÃO.....	71
FONTES	73
BIBLIOGRAFIA	75

GLOSSÁRIO DE SIGLAS

CC: Código Civil

CMVM: Comissão dos Mercados de Valores Mobiliários

CVM: Código dos Valores Mobiliários

DMIF: Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros

LCCG: Lei das Cláusulas Contratuais Gerais

RGICSF: Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

INTRODUÇÃO

É certo que o mundo dos Mercados Financeiros é complexo e por vezes bastante confuso, principalmente para quem “olha de fora”.

Trabalho há mais de 3 anos neste mundo de valores mobiliários e transações nos mais diversos Mercados de capitais do Mundo, são várias as questões que se levantam neste contexto que eu gostava de estudar, perceber, desenvolver, aprofundar, e até mesmo criticar, não só para satisfação pessoal, mas também para melhorar a minha função profissional.

Desenvolver este tema dá-me a oportunidade de perceber melhor a logística do Mercado Português, integrado numa política comunitária da qual recebeu grandes influências, e desenvolvê-la relativamente a outros Mercados, com que trabalho diariamente.

Sendo que não é possível estudar tudo o que gostaria, optei por escolher um tema que poderá afetar todos aqueles que atuam como intermediários financeiros, tal como a instituição para a qual exerço funções, bem como os seus deveres e consequências das suas decisões, especialmente, os deveres de informação que incidem sobre o intermediário financeiro e as consequências, jurídicas e dogmáticas, no caso da sua violação.

Dentro deste interessantíssimo tema, são várias as situações que eu gostaria de explorar, no entanto, por razões de economia de tempo e de espaço há que especificar os temas que irei abordar. Serão estes: a evolução do mercado português, que alude também à evolução da intermediação financeira; o intermediário financeiro, noção e os seus deveres, o cliente como cliente-investidor; a responsabilidade civil do intermediário financeiro, por violação dos seus deveres, principalmente do dever de informação. Irei aferir, dependendo do caso, a culpa do intermediário financeiro, através da presunção de culpa presente no Código dos Valores Mobiliários (natureza subjetiva), e responsabilidade pelo incumprimento dos seus deveres contratuais aquando da execução do contrato (responsabilidade objetiva).

O Código dos Valores Mobiliários dá-nos um extenso e abrangente regime de deveres que cabem ao intermediário financeiro, com vista a proteger os investidores e defender o mercado. Tentarei referir os que consideramos mais significantes do ponto de vista do tema da presente dissertação.

Para perceber realmente toda a sua dinâmica não poderei deixar de falar da principal Diretiva Europeia, que norteia a nossa legislação de valores mobiliários, a Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros, a influência da União Europeia, bem como compará-la com outros países de todo o mundo, onde este tema já não é novidade.

Para tal, proponho-me pesquisar toda a bibliografia relevante para o tema, estudar doutrina e legislação portuguesa relativa a esta temática, explorar artigos e doutrina desenvolvida noutros países e que influenciaram a nossa. Interpretar e perceber o sistema financeiro português e todos os valores mobiliários. Estudar a relação do cliente, como investidor, e a posição deste com o intermediário financeiro neste contexto. Por fim, a aplicar os requisitos da responsabilidade civil aos casos concretos, isto é, dar particular atenção à imputação dos danos propriamente dita.

CAPÍTULO I: A Evolução do mercado de capitais português

Já na Idade Média se verificava um desenvolvimento no comércio que originava cada vez mais contacto entre os comerciantes e negociantes estrangeiros.

Em meados do século XVIII surgem as primeiras emissões de ações e títulos de dívida pública. Mais tarde, em 1833 com a aprovação do *Código Commercial Portuguez*, de Ferreira Borges surgem conceitos como *bolça*. Mas o impulso decisivo surge em 1888, com a aprovação do Código Comercial Português, de Veiga Beirão e com o Regulamento das Bolsas em 1889. Assim, criou-se a Bolsa de Valores, onde se começou a negociar valores mobiliários. Em 1891 e em 1901, são criadas, respetivamente, as Bolsas de Valores do Porto e de Lisboa. As Bolsas de valores eram espaços físicos de negociação sob tutela pública.

Nesta conjuntura, são aprovados em 1901 o Regimento do Ofício do Corrector, admitindo a especificidade jurídica do mercado de valores mobiliários e prevendo a existência de corretores dedicados exclusivamente à intermediação dos negócios no mercado. Começam a ser regulamentadas todas as operações, bem como datas de liquidação das transações, operações de produtos derivados, e são regulados os horários de negociação¹.

Note-se que até à Revolução de 25 de Abril de 1974, estes foram os únicos documentos vigentes, e por isso o mercado de capitais português não evoluiu como seria expectável, revelando-se mesmo apático, já que só esporadicamente eram registadas as cotações das ações no boletim da Bolsa.

Após este período, e depois da implantação da Republica e da I Grande Guerra, retoma-se a atividade bolsista. As ações das sociedades mais importantes “experimentam fortes valorizações”², o que levam ao *crash* de 1929³.

¹ Decreto de 10 de Outubro de 1901.

² Santos, Teixeira Fernando dos (2001), “Mercado de Capitais Português – um olhar sobre o passado a pensar no século XXI”, (Artigo para O Economista).

³ Marcou o início de doze anos da Grande Depressão, que afetou todos os países ocidentais industrializados.

De forma a dar resposta a esta queda, foram publicados nos Estados Unidos da América, em 1933 e 1934, respetivamente, o *Securities Act*⁴ e o *Securities Exchange Act*⁵, e é, conseqüentemente, criada uma instituição de supervisão e regulação dos mercados e dos valores mobiliários: a *Securities and Exchange Commission (SEC)*. Esta criação deu origem a que se multiplicassem entidades como estas por todo o mundo. Infelizmente, apenas 57 anos mais tarde foi criada a Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (doravante denominada por CMVM).

A partir de 1932, o mercado português começa o seu período de recuperação que, rapidamente é interrompido pela II Guerra Mundial. Em 1948, uma nova crise é despoletada e isso traduz-se numa significativa redução do volume de operações.

Graças a um extraordinário crescimento económico da economia portuguesa nos anos 60 e início dos anos 70, o mercado de capitais renasce, mas por pouco tempo, uma vez que mais tarde volta a passar por tempos difíceis com a tomada do poder político em Abril de 1974 que encerra as Bolsas de Valores de Lisboa e do Porto, só reabrindo, respetivamente em 1976, e 1981.

A maior parte das sociedades cotadas é nacionalizada. E em 1981, apenas as obrigações de dívida pública e das empresas públicas são emitidas no mercado, com vista à subscrição pública.

No entanto, o financiamento nos mercados capitais tem pouca expressão em Portugal.

Em 1991, é criado o Código do Mercado de Valores Mobiliários, pelo Decreto-Lei n.º142-A/91, de 10 de Abril de 1991, pensando na adesão à CEE. Desta maneira, os mercados são desregulamentados e liberalizados.

Começa a controlar-se e a regular-se o sistema de registo e o depósito dos valores mobiliários, e a dar maior relevância à compensação e liquidação das operações.

A manipulação do mercado e o *insider trading*⁶ são sancionados penalmente.

Devido ao plano de privatizações desenhado e concluído pelo Governo, o mercado de capitais português entra numa fase de crescimento nunca antes atingida.

⁴ Foi publicado com um duplo objetivo: assegurar que as transações não fossem baseadas em informação ou atividades fraudulentas e assegurar que os investidores tivessem acesso a informação verdadeira para poderem tomar decisões adequadas.

⁵ Regula principalmente transações do mercado secundário.

⁶ Atualmente regulado pelo Regulamento da CMVM n.º7/2001 Governo das Sociedades Cotadas (com alterações pelo Regulamento da CMVM n.º11/2003).

Desde estas duas últimas décadas que, na sequência das privatizações, a banca portuguesa decidiu reorganizar-se e modernizar-se, criando desta maneira condições de mercado, que aplicando baixas taxas de juros, foi elevando o recurso ao crédito por diferentes clientes. Esta conjuntura obrigou a generalidade dos Bancos a melhorar a sua capacidade técnica relativamente ao controlo do risco do crédito, principalmente ao cedido às empresas de pequena e média dimensão.

Passaram-se a realizar ofertas públicas de vendas de grandes empresas nacionais, permitindo desta forma que o mercado atingisse outra esfera. Investidores particulares também começam a fazer parte dos sujeitos do mercado.

Com a adoção da moeda única, a criação da União Monetária e com a adoção de políticas monetárias únicas para os países que integravam o espaço europeu, verificou-se uma intensificação dos mercados financeiros mundiais e a entrada crescente nos mercados europeus de produtos que competem diretamente com a produção de sectores.

A redução súbita das taxas de juro nominais, a crescente concorrência bancária, incitou uma “corrida” extremamente intensa ao crédito bancário, quer para financiar a aquisição de habitação, quer crédito pessoal, para consumo.

Ditam as estatísticas que em dez anos o nível de endividamento interno aumentou de 35% do Rendimento Disponível para 120%.

Toda esta evolução teve consequências profundas no mercado bancário, e no mercado de capitais.

A integração nos mercados financeiros da União Monetária abriu aos Bancos portugueses novas linhas de financiamento, e neste contexto a Banca especializou-se no financiamento individual.

É importante sublinhar que o desenvolvimento do mercado de capitais português tem estado particularmente ligado à reprivatização de empresas importantes, bem como ao investimento de grandes e novos grupos económicos.

Sobretudo a partir da década de oitenta, como anteriormente explicado, com a intensificação do processo de liberalização das atividades financeiras e de integração dos mercados mundiais, o modelo anglo-saxónico de organização e de funcionamento dos mercados foi-se generalizando.

Rapidamente se verificou um movimento de desintermediação, impulsionado por um processo de inovação financeira e tecnológica, consolidado por grandes instituições internacionais, conhecidos como Banco de Investimento, que operam nos mercados de capitais, como foram a Goldman Sachs, a Morgan Stanley, Merrill Lynch.

Consideramos hoje designar-se “Mercados de capitais”, em vez de “Mercados dos Valores Mobiliários” como anteriormente era chamado. Concordamos com Engrácia Antunes quando este explica que atualmente fazem parte deste mercado não só valores mobiliários, mas derivados e, engloba também o mercado monetário⁷. Hoje constitui uma estrutura indispensável ao financiamento das empresas.

Através dos mercados de capitais as empresas têm a possibilidade de se financiar diretamente junto do público ao negociar instrumentos financeiros. A este fenómeno, Engrácia Antunes, chama de *metamorfose financeira* ou “*securitization*”⁸.

A Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros, Diretiva n.º2004/39/CE, de 21 de Abril, veio modificar a noção clássica de bolsa, como um espaço físico, e a criação de novas formas organizadas de negociação⁹.

Atualmente está em vigor, desde 1 de Novembro de 2007, a Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (doravante designada por DMIF). Esta Diretiva integra o “Plano de Ação da União Europeia para os Serviços Financeiros”, e faz parte do que foi o início de uma das maiores reformas nos mercados de capitais¹⁰.

Nos nossos dias podemos concluir que o Direito dos Mercados de capitais é um conjunto de normas jurídicas que regulam os sujeitos, os objetos e o funcionamento e organização.

Com o desenvolvimento da liberdade financeira da União Europeia, também Portugal foi liberalizando e tornou-se mais aberto à intervenção de sujeitos financeiros não residentes. Tudo isto se reflete num mercado de capitais bastante flexível.

⁷ Antunes, J. Engrácia, (2009) “Os Contratos de Intermediação Financeira”, *Boletim da Faculdade de Direito*, Volume LXXXV, pp.277.

⁸ Antunes, J. Engrácia, (2009) “Os Contratos de Intermediação Financeira”, *Boletim da Faculdade de Direito*, Volume LXXXV, pp.279.

⁹ Almeida, António Pereira de (2013), *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados – Volume 2*, Coimbra, Coimbra Editora, pp.16.

¹⁰ Tavares, Carlos (2008), “Implicações da Transposição da DMIF”, comunicação apresentada no Colóquio A Transposição da DMIF – Balanço de 6 meses do novo regime dos mercados e da intermediação financeira, realizado na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 16 de Maio de 2008.

1.1 Pequena Introdução à Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros - DMIF

A DMIF¹¹ é composta por três diretivas e um regulamento comunitário, a saber:

- Diretiva 2004/39/CE, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera a Diretiva 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Diretiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Diretiva 93/22/CEE do Conselho;

- Diretiva 2006/31/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 5 de Abril de 2006;

- A Diretiva (CE) n.º 2006/73/CE, de 10 de Agosto de 2006, no que diz respeito aos requisitos em matéria de organização e às condições de exercício da atividade das empresas de investimento (Diretiva de execução);

- O Regulamento (CE) n.º 1287/2006, de 10 de Agosto de 2006, no que diz respeito às obrigações de manutenção de registos das empresas de investimento, à informação sobre transações, à transparência dos mercados e à admissão à negociação dos instrumentos financeiros (Regulamento de execução).

Com a DMIF, o conceito de “instrumentos financeiros” passa a abranger quer valores mobiliários, quer todos os outros produtos financeiros. Desta forma, fazem parte da noção de “instrumentos financeiros”¹²:

a) Opções, futuros, *swaps*, contratos a prazo de taxa de juro e quaisquer outros contratos derivados relativos a mercadorias que devam ser liquidados em dinheiro ou possam ser liquidados em dinheiro por opção de uma das partes (por qualquer razão que não o incumprimento ou outro fundamento para rescisão) ¹³;

¹¹ A DMIF revoga a Diretiva dos Serviços de Investimento (Diretiva 93/22/CE) e modifica as Diretivas dos Organismos de Investimento Coletivo (Diretiva 85/611/CEE) e, também, do Acesso à Atividade das Instituições de Crédito e seu Exercício (Diretiva 2000/12/CE).

¹² CMVM (2007), “A Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF): Uma leitura guiada”, (Online).

¹³ Secção C 5) do Anexo I da DMIF.

b) Opções, futuros, *swaps* e quaisquer outros contratos derivados relativos a mercadorias que possam ser liquidados mediante uma entrega física, desde que sejam transacionados num mercado regulamentado e/ou num MTF¹⁴;

c) Opções, futuros, *swaps*, contratos a prazo e quaisquer outros contratos sobre derivados relativos a mercadorias, que possam ser liquidados mediante entrega física, não mencionados no ponto 6 e não destinados a fins comerciais, que tenham as mesmas características de outros instrumentos financeiros derivados, tendo em conta, nomeadamente, se são compensados ou liquidados através de câmaras de compensação reconhecidas ou se estão sujeitos ao controlo regular do saldo da conta margem¹⁵;

d) Instrumentos derivados para a transferência do risco de crédito¹⁶;

e) Contratos financeiros por diferenças (*financial contracts for differences*)¹⁷.

Para além das modificações no conceito de “instrumentos financeiros”, a DMIF também veio introduzir uma panóplia de alterações: na negociação de instrumentos financeiros; nas normas de conduta dos intermediários financeiros; nas regras de organização e controlo interno dos intermediários financeiros; no reporte de transações às autoridades de supervisão e nos mecanismos de cooperação; no funcionamento do passaporte comunitário dos intermediários financeiros.

Não vamos aprofundar todas as alterações enunciadas, apenas aquelas que nos interessam para a discussão do nosso tema mais à frente. Referimo-nos às novas formas organizadas de negociação dos intermediários financeiros, e às normas de conduta do intermediário financeiro.

A DMIF vem harmonizando a legislação em todo o espaço económico europeu, e vem potenciando a criação de novos instrumentos financeiros e novos locais de negociação no Mercado Único.

Cada vez mais, o objetivo é uma maior transparência na negociação de instrumentos financeiros, bem como proteger os investidores, ajustando o mercado às suas características, experiência e conhecimentos financeiros.

¹⁴ Secção C 6) e 7), do Anexo I da DMIF, e arts. 38.º e 39.º do Regulamento de execução.

¹⁵ Secção C 10) do Anexo I da DMIF, e arts. 38.º e 39.º do Regulamento de execução.

¹⁶Secção C 8) do Anexo I da DMIF.

¹⁷Secção C 9) do Anexo I da DMIF.

CAPÍTULO II: Os Mercados Financeiros

Como temos vindo a referir, a DMIF alterou a dinâmica da concorrência nos mercados, vamos, seguidamente, estudar os mercados organizados existentes, já que a maior parte das transações de instrumentos financeiros se processa nestes mercados.

Primeiramente, é preciso reter que os mercados financeiros modernos são grandes redes automatizadas onde garantem e se verifica uma negociação transparente e eficiente entre os investidores e as instituições financeiras. Como anteriormente retemos, desaparece o conceito de bolsa, como um espaço físico, e passam a chamar-se mercados regulamentados, cujo objetivo é o de aumentar a liquidez e flexibilizar as regras negociação.

Existem mercados primários e mercados secundários.

Nos mercados primários realiza-se a subscrição pública de valores mobiliários, quer seja inicial, isto é, na constituição de sociedades anónimas a partir da subscrição pública, quer como forma de aumento de capital, obtendo assim financiamento. Nestes mercados também se podem realizar ofertas públicas, de aquisição – OPAs; de venda – OPVs; - ou de troca – OPT¹⁸.

No mercado secundário, verifica-se a realização de operações de compra e venda de valores mobiliários, e portanto, onde se verifica a maior parte das transações, e, consequentemente, mais economia.

É nos mercados organizados onde os intermediários financeiros atuam e têm a exclusividade no desenvolvimento da sua atividade profissional.

De acordo com o artigo 198^{o19} transposta pela DMIF, passou a considerar-se as seguintes formas de negociação de instrumentos financeiros:

- Mercados regulamentados;
- Sistemas de negociação multilateral;
- Internalização sistemática.

¹⁸ Almeida, António Pereira de (2013), *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados – Volume 2*, Coimbra, Coimbra Editora, pp.94.

¹⁹ Os preceitos legais citados sem outra indicação pertencem ao Código de Valores Mobiliários.

As duas primeiras formas de negociação estão sujeitas a regras rígidas de transparência e não discriminatórias, de forma a garantir a qualidade e o bom funcionamento dos mercados²⁰.

De acordo com o artigo 199º, os mercados regulamentados deixam de ser exclusivos aos Intermediários financeiros, e passam a admitir outros membros. Há assim uma definição de requisitos e não de tipo.

A constituição dos mercados regulamentados depende de um exigente processo de admissão à negociação dos valores mobiliários. Exige uma transparência, quer pré, quer pós negociações, bem como de acesso a uma informação completa²¹.

O artigo 4º, nº14 da DMIF contém uma definição completa de “Mercado Regulamentado”:

“Um sistema multilateral, operado e/ou gerido por um operador de mercado, que permite o encontro ou facilita o encontro de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros - dentro desse sistema e de acordo com as suas regras não discricionárias - por forma a que tal resulte num contrato relativo a instrumentos financeiros admitidos à negociação de acordo com as suas regras e/ou sistemas e que esteja autorizado e funcione de forma regular e em conformidade com o disposto no Título III”.

A sua constituição depende da autorização do Ministro das Finanças – artigo 217º.

Em Portugal, são considerados mercados regulamentados, pela Portaria nº556/2005, de 27 de Junho:

- Eurolist by Euronext Lisbon;
- Mercado de futuros e opções – gerido pela Euronext Lisbon;
- Mercado de dívida pública – gerido pela MTS Portugal.

As principais características destes mercados são a transparência e a eficiência²², e também os que oferecem menor risco (artigos 228º e seguintes).

O *princípio da segurança do mercado*, e o *princípio da defesa do investidor* aos quais os mercados regulamentados estão sujeitos implica que estes mercados estejam,

²⁰ Almeida, António Pereira de (2013), *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados – Volume 2*, Coimbra, Coimbra Editora, p.97.

²¹ Idem.

²² Idem.

nomeadamente, dependentes de regras rigorosas, sujeitas à supervisão da CMVM, e exige o acesso à informação completa, à segurança nas transações e principalmente à responsabilidade dos intermediários financeiros. Refletindo-se maior liquidação que resulta numa negociação rápida, permitindo a formação de preços justos para os investidores.

Por fim, para além da transparência que os mercados regulamentados proporcionam, verifica-se também uma igualdade de oportunidades para os investidores, punindo-se o *inside trading* e a manipulação de mercado.

Capítulo III: Os Sujeitos Financeiros

São vários os intervenientes no mercado, designadamente, os emitentes, os clientes-investidores; os intermediários financeiros; os OICs; a contraparte central, a CMVM, entre outros.

Para o nosso tema importa estudar, em especial, os clientes como investidores e os intermediários financeiros.

3.1: O Investidor: Cliente-investidor

Recorrendo às palavras do professor Pereira de Almeida, os investidores são, sem dúvida, “os intervenientes mais importantes – sem eles não haveria mercados”²³.

O conceito de cliente surge aqui como a pessoa a quem é prestado o serviço de intermediação financeira. Este conceito é muito amplo, não sendo reduzido apenas ao conceito de investidor, apesar de este ter especial relevância nos mercados de capitais.

O cliente investidor é o titular potencial ou efetivo de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros²⁴.

Por vezes, encontramos também na lei mobiliária, a noção de consumidor. Note-se que, e tal como afirma Paulo da Câmara, opinião com a qual concordamos, os termos investidor e consumidor, são distintos, já que de um ponto de vista económico o consumidor é aquele que realiza uma despesa, e o aforrador é aquele que se define por realizar investimentos²⁵.

No entanto, são vários os preceitos comunitários que se referem ao investidor como um consumidor de instrumentos financeiros, que atua fora da sua área profissional. Exemplo de isso mesmo é a Diretiva 2002/65/CE, de 23 de Setembro de 2002, relativo à comercialização à distância de serviços financeiros; e a Diretiva 2000/31/CE, de 8 de Junho de 2000, relativa ao comércio eletrónico, que foi transposta para a nossa lei no Decreto-Lei nº7/2004, de 7 de Janeiro.

²³ Almeida, António Pereira de (2013), *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados – Volume 2*, Coimbra, Coimbra Editora, p.110.

²⁴ Câmara, Paulo (2013); *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, p.221.

²⁵ Câmara, Paulo (2013); *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, p.222.

No entanto, é de relevar que a lei mobiliária estabelece critérios muito específicos sobre o conceito de investidor não qualificado, e que estes não são totalmente coincidentes com os critérios qualificativos dos consumidores fixados na DMIF²⁶.

Nas palavras de Carlos Osório de Castro, investidores são uma “coletividade, composta por um número indeterminado de pessoas, que corporiza a procura de valores mobiliários no mercado primário”²⁷.

A DMIF e, conseqüentemente, o CVM, exigem graduar os investidores para determinarem qual o serviço a ser prestado.

A classificação dos clientes, segundo a orientação legislativa é feita em função da sua experiência e dos seus conhecimentos sobre investimento nos mercados de capitais, e sem esquecer a sua capacidade para avaliar o risco associado ao investimento que irão realizar.

Portanto, esta orientação baseia-se num princípio de proporcionalidade, ou seja, quanto menor o conhecimento e a experiência relativamente ao seu investimento, maior a sua necessidade de proteção.

Para além desta razão, este dever de categorização que surge no Capítulo I do Título VI do CVM, têm também uma natureza instrumental, de forma a distribuir os deveres de conduta consoante o tipo de cliente, permitindo ao intermediário financeiro obter o conhecimento suficiente do cliente (*Princípio de know your client*), e adequar o seu tratamento ao mesmo.

A DMIF fomenta também a transparência do negócio, ao desenvolver e harmonizar medidas para a proteção do Cliente Investidor, nomeadamente a classificação dos Clientes de acordo com o seu conhecimento e experiência do negócio, a existência e a divulgação de normas de conduta de negócio e a definição de uma política de execução de ordens baseada no princípio da melhor execução, sempre no pressuposto de colocar o interesse do Cliente à frente do interesse do Intermediário Financeiro.

De acordo com a terminologia comunitária, a classificação dos Clientes investidores será efetuada numa de três categorias definidas pela Diretiva: Não Profissionais (Clientes particulares), Profissionais (Clientes empresas) e Contrapartes Elegíveis (Intermediários financeiros). A cada uma destas categorias correspondem

²⁶ Câmara, Paulo (2013); *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, p.222.

²⁷ Castro, Carlos de Osório (1996), *Valores Mobiliários: conceito e espécies*, UCP.

diferentes níveis de proteção, sendo os Clientes Não Profissionais os que gozam de maior proteção. Esta classificação não é imutável, tendo o Cliente o direito de solicitar a alteração da mesma.

Concluindo, os Intermediários Financeiros passam a ser obrigados a classificar os seus Clientes e a comunicar-lhes a categoria atribuída: Contraparte Elegível, Cliente Profissional e Cliente Não Profissional.

Como acima explicado, e é importante frisar que a consequência da atribuição da classificação aos investidores tem expressão no Nível de Proteção associado, especialmente no dever de informação do Intermediário Financeiro, ao longo da relação com o investidor.

Podemos considerar Contraparte Elegível as Instituições de Crédito, Empresas de Investimento, Empresas de Seguros, Fundos de Pensões e as respetivas Sociedades Gestoras, outras Instituições Financeiras autorizadas, Governos Nacionais e serviços correspondentes, incluindo os Organismos Públicos, Bancos Centrais e Organizações Supranacionais – artigo 317º-D, nº1.

As contrapartes elegíveis recebem o nível de proteção mais baixo. Embora sejam consideradas investidoras, “dispensam a exigibilidade legal do cumprimento dos deveres de conduta, quer na receção, na transmissão e execução de ordens, quer na negociação por conta própria”²⁸ – Artigo 317º-D, nº6. O que não obsta à aplicabilidade dos princípios gerais em matéria de relação com investidores (artigo 304º); os deveres de segregação patrimonial (artigo 306º); os deveres sobre os depósitos e registo dos valores mobiliários (artigos 306º-A; 306º-B, nº1; 306º-C; 306º-D); os deveres relativos à contabilidade (artigos 307º, 307º-A e 307º-B); os deveres de conflitos de interesses (artigo 309º-309º-F) e os deveres de defesa do mercado.

Gozam do direito de poder solicitar a alteração de categorização, de forma a receberem uma proteção mais intensa – artigo 317º-D, nºs 2 e 3.

Por Cliente Profissional entendemos ser as empresas que prestam serviços de investimento ou que exerçam atividades de investimento e grandes empresas cuja dimensão, de acordo com as suas últimas contas individuais, satisfaça dois dos seguintes

²⁸ Câmara, Paulo (2009), “Os deveres de categorização de clientes e de adequação dos intermediários financeiros”, *Direito Sancionatório das Autoridades Reguladoras*, Coimbra, Coimbra Editora, p.302.

critérios: ter uma situação líquida de € 2 milhões; ter um ativo total de € 20 milhões; ou um volume de negócios líquido de € 40 milhões.

De acordo com a DMIF é de pressupor que estes Clientes dispõem da experiência, dos conhecimentos e da competência necessários para tomar as suas próprias decisões de investimento e ponderar devidamente os riscos em que incorrem²⁹.

Note-se que os clientes qualificados a pedido estão sujeitos a uma avaliação prévia dos seus conhecimentos e experiência, e estão sujeitos a dois dos referidos requisitos:

- dispor de uma carteira de instrumentos financeiros que exceda os € 500.000;
- prestar ou ter prestado funções no sector financeiro, durante, pelo menos, um ano, em cargo que exija conhecimento dos serviços ou operações em causa;
- ter efetuado operações com um volume significativo no mercado relevante, com uma frequência média de dez operações por trimestre, durante os últimos quatro trimestres.³⁰

Quanto ao Cliente Não Profissional entendemos ser todos os clientes particulares e empresas que não tenham reunidos os requisitos que caracteriza qualquer uma das outras classificações anteriores. Aqui a proteção é maior e exige-se o já destacado princípio *Know your client*.

O perfil do investidor não é estático no tempo, podendo ser influenciado por questões externas ao próprio cliente, como por exemplo, por determinados acontecimentos económicos, políticos, etc.

O nosso Código dos Valores Mobiliários também faz advertência a esta caracterização, a partir do artigo 30º e seguintes.

O cumprimento deste dever de categorização impõe ao intermediário que adote procedimentos que lhe permitam conhecer cada cliente – artigo 317º, nº1.

Esta decisão deve ser documentada – artigo 305º, nº1, alínea f).

Salientamos que apenas os “investidores não qualificados” têm direito de ação popular, previsto artigo 31º/1, alínea a).

²⁹ Proémio do Anexo II da Diretiva 2004/39/CE, de 21 de Abril de 2004.

³⁰ Câmara, Paulo (2009), “Os deveres de categorização de clientes e de adequação dos intermediários financeiros”, *Direito Sancionatório das Autoridades Reguladoras*, Coimbra, Coimbra Editora, p.304 (nosso itálico).

O CVM estabelece no seu artigo 321º, nº1, as regras para a celebração de contratos de intermediação financeira com os clientes não qualificados, desde logo, frisando que os contratos têm de revestir “a forma escrita e só estes podem invocar a nulidade resultante da inobservância de forma”.

O artigo 321º-A exige variados requisitos que o contrato de intermediação com um cliente não qualificado deve respeitar, para que o contrato seja válido.

De acordo com artigo 322º, nº1, “as ordens para execução de operações e os contratos de gestão de carteira cuja emissão ou conclusão por um investidor não qualificado tenha tido lugar fora do estabelecimento do intermediário financeiro, sem anterior relação de clientela e sem solicitação do investidor, só produzem efeito três dias úteis após a declaração negocial do investidor”, durante os quais o investidor tem um direito potestativo de arrependimento (artigo 322º, nº2).

Impõe-se aqui uma pequena alusão ao que devemos entender por “relação de clientela”.

Por “relação de clientela” devemos entender, segundo Calvão da Silva, uma “relação obrigacional complexa e duradoura, iniciada nas negociações de um primeiro contrato e desenvolvida continuamente por subseqüentes e repetidas ou renovadas operações de negócios firmadas pelas partes, muitas das quais novos contratos, em que, a par de prestações primárias (ou secundárias) surgirão obrigações acessórias de cuidado ou deveres de proteção cominados por acordo dos contraentes, pela lei ou pela boa-fé, para satisfação do interesse do credor”³¹.

Podemos concluir que, a relação de clientela é bem mais do que um contrato, é também uma relação contínua e duradoura, onde a confiança e a lealdade falam mais alto, e a violação destes dois fatores resultam em responsabilidade.

Importa aqui a proteção do investidor não qualificado, principalmente, daquele que tenha uma relação anterior com o intermediário financeiro.

Tanto o nº3 como o nº4 do artigo 322º, nos indicam duas presunções para podermos aferir o que entender por “anterior relação de clientela”. A primeira considera que poderá ser a celebração de um contrato de gestão de carteira (alínea a); o intermediário financeiro seja destinatário frequente de ordens dada pelo investidor (alínea

³¹ Silva, João Calvão da (2002), *Direito Bancário*, Almedina, p.335.

b); ou quando o intermediário financeiro tenha a seu cargo o registo ou depósito de instrumentos financeiros pertencentes ao investidor.

Gonçalo Castilho dos Santos considera que estes dois números em causa deverão ser efetivamente aplicados aos investidores qualificados³². Primeiro, porque a lei específica no °1 e 5 “investidor não qualificado”, e nos nº 3 e 4, o legislador refere-se apenas a “investidor”.

Ora, caso exista uma anterior relação de clientela entre o intermediário financeiro e o investidor, as ordens de receção, transmissão e execução têm eficácia imediata.

Releva também para os casos de aplicação do artigo 326º, nº3 que interpretado *a contrario*, dispõe que caso não exista anterior relação de clientela entre o intermediário financeiro e o investidor, o primeiro pode recusar a ordem sem justificação.

Seguimos Gonçalo Castilho dos Santos quando este considera que é importante distinguir os clientes atuais, dos clientes potenciais. Sendo que os primeiros mantêm uma relação contratual com o intermediário financeiro, e os segundos são aqueles que estão em “vias de contratar”³³, já se verificando um contacto preliminar com o intermediário financeiro.

E dentro dos clientes atuais, há que identificar os clientes frequentes dos clientes ocasionais, ou seja, os que têm uma frequência ativa e os que recorrem apenas ocasionalmente, respetivamente.

Ambos os clientes atuais beneficiam de um sistema de proteção dada pela lei.

Concluindo, investidores não qualificados têm uma maior proteção que lhes é atribuída por lei, diferente da que é atribuída aos outros investidores.

3.1.1. O perfil do Investidor em Portugal

Atualmente, menos de 10% das famílias portuguesas possuem, além dos tradicionais depósitos a prazo e certificados de aforro, produtos financeiros, como ações, obrigações, fundos de investimento, derivados, entre outros³⁴.

³² Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); *A responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*; Almedina; p.62.

³³ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); *A responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*; Almedina; p.64.

³⁴ Estudos CMVM nº3 2009: O Perfil do Investidor Particular Português.

Em 2001, conclui-se que a razão pela qual o investidor português não apostava nos valores mobiliários foi, em primeiro lugar, o facto de não ter informação suficiente sobre o mercado e os seus produtos, e seguidamente, os riscos associados.

A CMVM, em 2007, concluiu nos seus estudos que, a participação no mercado de valores mobiliários está diretamente relacionada com fatores socioeconómicos.

Fatores como a idade, o rendimento mensal, o nível de escolaridade, a profissão e o género são determinantes para a participação de famílias no mercado de valores mobiliários.

O investidor particular português pode caracterizar-se por ser, um indivíduo com uma idade entre os 45 e os 64 anos, com um nível de escolaridade elevada (formação média ou superior), com uma profissão na área de ativos financeiros, como empresários e profissionais liberais; com um agregado familiar, em média, elevado, e um rendimento mensal entre os 3000€ e os 4000€.

3.2: Os Intermediários Financeiros

3.2.1: A importância da intermediação financeira

A intermediação financeira nos mercados de capitais desenvolvidos aumenta a concorrência no sistema financeiro, o que leva a uma redução de custos de transação, aumentando a rentabilidade dos capitais investidos e fomenta o investimento.

Os intermediários financeiros desempenham um papel importante nos projetos de investimento, uma vez que o seu trabalho passa por avaliar relações risco/retorno mais favoráveis. Assim, dá-se uma melhor alocação de recursos. O resultado traduz-se num aumento da rentabilidade dos capitais investidos que, por sua vez, poderá dar origem a um aumento de investimento.

Outra vantagem da intermediação financeira reflete-se na mobilização de poupanças nas economias, permitindo investimentos em maior escala.

Os intermediários financeiros reduzem, também, a duplicação de custos na recolha de informação associada à avaliação de projetos de investimento.

As relações de longo prazo frequentemente estabelecidas entre intermediários financeiros e empresas podem levar a reduções de assimetrias de informação, atenuando as restrições ao financiamento externo e melhorando a alocação de recursos.

A redução de custos de transação vai por sua vez potenciar o processo de desenvolvimento económico, permitindo uma melhor especialização no desempenho de atividades na economia.

Teoricamente, a especialização de atividades resulta num maior número de transações entre agentes (fornecedores, distribuidores, clientes e intermediários financeiros), que é facilitado pela redução dos custos de transação dos diversos serviços prestados pelos intermediários financeiros (não somente o crédito, como também os meios de liquidação).

Com a intermediação poderá haver um incentivo para continuar a financiar as empresas, mesmo que estas apresentem prejuízos devido à existência de elevados custos.

Finalmente, a intermediação, contrariamente aos mercados de capitais, permite a diversificação de riscos associados ao investimento. Ao permitir uma redução do risco para cada nível de rentabilidade esperado, por via do investimento em projetos diversificados, a intermediação poderá contribuir para a redução do risco.

3.2.2: Os Intermediários Financeiros

Os intermediários financeiros são uma peça fulcral na negociação de instrumentos financeiros³⁵.

Como sabemos, “só os intermediários financeiros podem exercer, a título profissional, atividades de intermediação financeira” (artigo 289º, nº2), uma vez que os investidores não têm acesso direto aos mercados.

De acordo com a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, os intermediários financeiros são empresas que prestam serviços permitindo aos investidores atuar nos mercados de capitais.

Para se poder definir o que é um intermediário financeiro é importante dispor o que são atividades de intermediação financeira.

³⁵ Almeida, António Pereira de (2013), *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados – Volume 2*, Coimbra, Coimbra Editora, p.114.

O Código dos Valores mobiliários não define *stricto sensu* “intermediários financeiros”, mas enumera as atividades de intermediação financeira em valores mobiliários, logo na abertura do Título VI do CVM, no seu artigo 289º. No anterior Código do Mercado dos valores Mobiliários os contratos de intermediação financeira não possuíam disposições gerais.

Nas palavras de José Queiroz de Almeida³⁶, “o tratamento unitário dos contratos de intermediação financeira parte das próprias exigências subjacentes ao funcionamento dos mercados financeiros, onde os intermediários financeiros assumem um papel central, enquanto entidades responsáveis pela articulação dos diferentes participantes nesse circuito económico”. Assim, só é possível compreender o contrato de intermediação quando analisada em conjunto com o regime das atividades de intermediação financeira.

Para se compreender melhor toda esta dinâmica, não nos podemos esquecer em quem se reflete e se relaciona, isto é, a regulação das atividades de intermediação financeira influenciam as relações com os seus investidores.

Entre as atividades de intermediação financeira encontram-se serviços de investimento em valores mobiliários; serviços auxiliares dos serviços de investimento e; a gestão de instituições de investimento coletivo (ou fundos de investimento) – artigo 289º, nº1.

O preceito logo a seguir, o artigo 290º define que são serviços de investimento em valores mobiliários:

- a) a receção e transmissão de ordens por conta de outrem (alínea a);
- b) a execução de ordens por conta de outrem (alínea b);
- c) a gestão de carteiras por conta de outrem (alínea c);
- d) a colocação em ofertas públicas de distribuição (alínea d);
- e) a negociação por conta própria (alínea e);
- f) a consultadoria para investimento (alínea f);
- g) e a gestão de sistema de negociação multilateral (alínea g).

Adiante, iremos analisar detalhadamente todos estes serviços³⁷.

³⁶ Almeida, José Queirós (2006), “Contratos de Intermediação Financeira enquanto categoria jurídica”, em Cadernos dos Mercados de Valores Mobiliários nº292.

³⁷ Capítulo IV: Contratos de intermediação financeira.

Entre os serviços auxiliares dos serviços de investimento, encontramos no artigo 291º, o registo e o depósito de valores mobiliários (alínea a); a concessão de crédito para a realização de operações sobre valores mobiliários em que intervém a entidade concedente do crédito (alínea b); a elaboração de estudos de investimento, análise financeira ou outras recomendações genéricas relacionadas com operações em instrumentos financeiros (alínea c); a consultoria sobre a estrutura de capital, a estratégia industrial e questões conexas, bem como sobre a fusão e a aquisição de empresas (alínea d); a assistência em oferta pública relativa a valores mobiliários (alínea e); os serviços de câmbios e o aluguer de cofres-fortes ligados à prestação de serviços de investimento (alínea f); os serviços e atividades enunciados no n.º 1 do artigo 290.º, quando se relacionem com os ativos subjacentes aos instrumentos financeiros mencionados nas subalíneas ii) e iii) da alínea e) e na alínea f) do n.º 1 do artigo 2.º (alínea g).

Analisadas todas as atividades que são enumeradas nos artigos 290º e 291º, a doutrina classifica-as em quatro categorias:

1. Operações por conta alheia;
2. Operações por conta própria;
3. Prestação de serviços;
4. Assistência ou colocação em ofertas públicas de distribuição.

Nas operações por conta alheia, é pacífico na doutrina que a receção, transmissão e execução de ordens por conta de outrem e a gestão de carteira fazem parte deste leque (artigo 290º/1, alíneas a), b) e c).

Nestas operações o intermediário financeiro é responsável pela prestação destes serviços e age no interesse e por conta dos clientes. Ou seja, é na esfera dos clientes que se repercutem os efeitos decorrentes da atuação do intermediário financeiro.

O intermediário financeiro está obrigado a verificar a regularidade da ordem, bem como a reencaminhá-la para o sistema de modo a satisfazer o interesse do ordenante. Sem esquecer, os seus demais deveres de conduta, que iremos abordar posteriormente.

Nas operações por conta própria o operador suporta o risco de mercado da posição assumida. Nestas, o intermediário financeiro pode celebrar contratos com o cliente em que o intermediário assuma a condição de contraparte deste (346º, 348º, 349º e 350º).

A regulamentação da CMVM tem vindo a acautelar dois objetivos fundamentais: assegurar uma deteção e supervisão dos mercados de instrumentos financeiros, e assegurar uma deteção adequada dos conflitos de interesses.

Dentro das prestações de serviços encontramos os serviços auxiliares de registo e de depósito de valores mobiliários e a consultadoria para investimento.

O artigo 113º do CVM determina que nas ofertas públicas de distribuição, é obrigatória a intervenção de um intermediário financeiro que preste serviços de assistência e colocação. Justifica-se assim que sejam agrupadas numa categoria autónoma.

A doutrina distingue entre negócios de cobertura e negócios de execução. Os negócios jurídicos de cobertura consistem em negócios celebrados entre os intermediários financeiros e os seus clientes, através dos quais estes conferem àqueles poderes para celebrar negócios jurídicos de execução. Os negócios jurídicos de execução consistem naqueles que são celebrados pelos intermediários financeiros por conta dos seus clientes, destinados à aquisição ou alienação de valores mobiliários.

De acordo com o professor Conceição Nunes³⁸, fazem parte deste conceito de “intermediário financeiro” os princípios da exclusividade e o da autorização administrativa, isto é, os intermediários financeiros são os únicos que podem exercer a atividade de intermediação em valores mobiliários, e para o poderem exercer efetivamente, estão sujeitos a uma autorização concedida pela autoridade administrativa competente e do registo prévio na CMVM (artigo 295º/1).

Nas palavras de Gonçalo Castilho dos Santos³⁹, podemos definir intermediário financeiro como a entidade que está autorizada a exercer a título profissional atividade de intermediação financeira.

O artigo 293º, nº1 institui nas suas alíneas, que são intermediários financeiros:

³⁸ Nunes, Fernando Conceição (2000), “Os Intermediários Financeiros”, em Direito dos Valores Mobiliários, Volume II.

³⁹ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); *A responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*; Almedina; p.34.

- a) as instituições de crédito e as empresas que estejam autorizadas a exercer atividades de intermediação financeira em Portugal (alínea a);
- b) as entidades gestoras de instituições de investimento coletivo autorizadas a exercer essa atividade em Portugal (alínea b);
- c) as instituições que sejam autorizadas a exercer qualquer atividade de intermediação financeira em Portugal (alínea c);
- d) As sociedades de investimento mobiliário e as sociedades de investimento imobiliário (alínea d).

O nº2 do mesmo artigo define que as empresas de investimento em valores mobiliários são as sociedades corretoras, as sociedades financeiras de corretagem, e as sociedades gestoras de patrimónios e, aquelas que não sendo instituições de crédito estejam autorizadas a prestar serviços de investimento em valores mobiliários a título principal.

Como vimos o artigo 293º delimita as atividades que podem ser realizadas pelos intermediários financeiros, e assim surgem categorias de intermediários financeiros consoante a atividade prosseguida.

Vamos agora analisar especificamente:

Começando pela alínea a), são intermediários financeiros as instituições de crédito de tipo bancário. Segundo o artigo 4º do RGICSF, os bancos podem exercer variadas operações que se integram na atividade financeira, e portanto, excetuando a gestão de instituições de investimento coletivo, todos os outros serviços de intermediação financeira podem ser prestados por estas instituições.

Relativamente às entidades gestoras de instituições de investimento coletivo autorizadas a exercer essa atividade, a lei exige que esta atividade seja assegurada por instituições com um objeto social especial (artigo 5º Decreto-Lei 276/94, de 2 de Novembro).

Já às sociedades de investimento em valores mobiliários, estas encontram-se reguladas no Decreto-Lei nº262/2001, que estabelece que as sociedades corretoras têm como atividades principais a receção, transmissão e execução de ordens por conta de outrem, bem como a gestão de carteiras por conta de outrem (artigo 338º).

Os serviços de investimento que podem ser prestados aos investidores são: a receção, transmissão e execução de ordens por conta de outrem; a gestão de carteiras por conta de outrem.

Os serviços auxiliares dos serviços de investimento são o registo e depósito de valores mobiliários; a concessão de crédito para realização de operações sobre valores mobiliários e a consultadoria para investimento em valores mobiliários.

Desde logo é importante frisar que a prestação de todo e qualquer um destes serviços implica o pagamento de uma comissão pelo cliente ao intermediário, ou seja, o pagamento pelo serviço prestado.

Assim, o intermediário financeiro cobra uma comissão, sendo que o valor esta não está sujeito a limites legais. No entanto, os intermediários financeiros devem afixar, em local visível ao investidor, a tabela das comissões que cobram pela prestação de cada serviço.

Para além das comissões, os investidores podem ter de suportar outros custos, como os custos de transação dos valores mobiliários, as taxas e ou impostos variados.

Os intermediários financeiros têm de estar registados na CMVM como tal, bem como os serviços que cada um está autorizado a prestar. Aqui está mais uma vez vertido o princípio da proteção do investidor.

3.3. Subcontrato de intermediação financeira

Como forma de otimização dos recursos na atividade económica, tem vindo a ser utilizado o subcontrato na intermediação financeiro. No entanto, são vários os riscos inerentes a esta crescente utilização da subcontratação, surgindo na lei mobiliária várias soluções para lutar contra estes riscos.

Concordamos com Gonçalo Castilho dos Santos, quando este afirma que o “contrato de intermediação não é necessariamente um contrato *intuitu personae*”⁴⁰.

A DMIF teve especial atenção no que concerne à subcontratação da intermediação financeira, e impõe determinadas condições aos intermediários financeiros que desejam subcontratar funções “essenciais”. A *ratio* por trás desta exigência será caso se verifique

⁴⁰ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); *A responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*; Almedina; p.182.

um insucesso da sua atividade, tal prejudicará claramente o cumprimento dos seus deveres, podendo mesmo pôr em causa a continuidade da sua atividade.

Deverá o intermediário financeiro tomar todas as medidas adequadas de modo a precaver que a subcontratação não se traduza num aumento do risco operacional – artigo 308º.

O subcontrato deverá revestir a forma escrita – artigo 308º-B, nº7.

O intermediário financeiro subcontratante mantém-se responsável pelo cumprimento dos seus deveres, não sendo alterada em nada a relação e os deveres do intermediário financeiro perante o cliente, aqueles continuam com o dever de prosseguir uma conduta diligente, leal e transparente – artigo 308º-A, nº1, alínea b).

Repare-se que a entidade subcontratada não terá de ser, obrigatoriamente, um intermediário financeiro – artigo 308º-A, nº1, alínea d).

Capítulo IV: Os Contratos de Intermediação Financeira

“A intermediação no mercado de valores mobiliários deve ser entendida num sentido muito amplo, que contempla o conjunto de atividades dirigidas ao relacionamento da oferta e da procura com vista ao adequado funcionamento do mercado.

Este conceito é de inspiração económico-financeira, não correspondendo a qualquer categoria ou agregado conhecido no vocabulário do direito comum. Assim se compreende que nele se integrem atos que juridicamente se qualificariam como prestação de serviços, mediação ou mandato mas também outros que são exercidos pelos intermediários financeiros por sua própria conta.”⁴¹.

4.1: Contrato de Intermediação Financeira, em especial

Já constatámos que o contrato de intermediação financeira é o instrumento por excelência que regula a relação de quem quer investir com quem possibilita o investimento. Já vimos também que a intermediação financeira assume, claramente, natureza contratual, e até mesmo, natureza pré-contratual. Já verificámos, igualmente, que esta é uma relação que exige especial confiança.

O atual Código dos Valores Mobiliários, diferentemente do anterior, dedica o Capítulo II do Título VI aos “Contratos de Intermediação”.

Nas palavras de Engrácia Antunes, posição que perfilhamos por completo, os contratos de intermediação financeira são “negócios jurídicos celebrados entre um intermediário financeiro e um cliente (investidor) relativos à prestação de atividades de intermediação financeira”⁴².

⁴¹ Almeida, Carlos Ferreira de (1997), “As transacções de conta alheia no âmbito da intermediação no mercado de valores mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, LEX, p. 292.

⁴²Antunes, José Engrácia, (2009) “Os Contratos de Intermediação Financeira”, *Boletim da Faculdade de Direito*, Volume LXXXV, p.281.

Admitimos e perfilhamos totalmente a enumeração proposta por Gonçalo Castilho dos Santos⁴³, e assim sendo, consideramos que a lei admite sete tipos contratuais nominados, e um inominado:

- a) Contrato de gestão de carteira;
- b) Contrato de assistência;
- c) Contrato de simples colocação;
- d) Contrato de tomada firme;
- e) Contrato de colocação com garantia;
- f) Contrato para registo ou depósito;
- g) Contrato de consultadoria para investimento;
- h) Contrato de comissão para receção, transmissão e execução de ordens.

Em termos gerais, nos contratos de intermediação financeira aplica-se a regra da autonomia privada – artigo 405º, nº1 do C.C.

Pinto Duarte⁴⁴ diz estarmos perante uma categoria jurídica aberta, uma vez que os tipos contratuais previstos pelo legislador não compreendem toda a multiplicidade de contratos de investimento que a prática financeira admite.

No entanto, há regras que são comuns a todos eles.

Desde logo, todos eles devem ser celebrados entre um intermediário financeiro – artigo 289.º, n.º 2, e investidores, intitulados de *clientes*, que têm diferentes classificações (*qualificados* ou *não qualificados* - artigo 30.º do CVM).

Quanto ao objeto, os contratos de intermediação financeira regulam “veículos instrumentais do exercício da intermediação financeira”, que prosseguem a “prestação de serviços de intermediação”⁴⁵.

Surge aqui a discussão da natureza jurídica do contrato de intermediação financeira, que é bastante controvertida na nossa doutrina.

⁴³ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); *A responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*; Almedina; p.155.

⁴⁴ Duarte, Rui Pinto (2000), “Contratos de Intermediação Financeira no Código dos Valores Mobiliários”, *Caderno do Mercado dos Valores Mobiliários*, (7) pp. 351-372.

⁴⁵ Antunes, José Engrácia, *ob.cit.*, p. 284.

Engrácia Antunes pensa estarmos perante contratos de prestação de serviços. Já Fátima Gomes⁴⁶ afirma que os contratos de prestação de serviços são reconduzíveis ao subtipo do *mandato*.

Para Carlos Ferreira de Almeida⁴⁷ deve-se diferenciar *negócios jurídicos de cobertura de negócios jurídicos de execução*, respetivamente, os negócios realizados entre o intermediário financeiro e o cliente, em que este confere ao primeiro poderes para celebrar negócios jurídicos de execução – remetendo para o mandato; e os negócios celebrados pelos intermediários, por conta dos clientes que lhe tenham concedido os poderes necessários, para adquirir ou alienar valores mobiliários. Para Rui Pinto Duarte⁴⁸ estamos perante contratos de prestação de serviços que, consoante o subtipo em causa, se irão remeter a figuras específicas da prestação de serviços.

Por último, Gonçalo Castilho dos Santos⁴⁹ remete para o mandato comercial, argumentando, em primeiro lugar que a “ordem de execução” não é um contrato, mas sim um negócio jurídico unilateral⁵⁰. Para o autor, a execução da ordem, transmissão ou receção pressupõe um cumprimento de um mandato entre o cliente e o intermediário financeiro. Assim, o intermediário financeiro obriga-se a praticar atos jurídicos por conta do ordenador, que neste caso é o investidor.

Recorrendo à jurisprudência, o Tribunal da Relação de Lisboa⁵¹, considerou que num primeiro momento, uma vez que o banco se reduz ao mero anúncio, e portanto, sem qualquer poder de representação, em momento posterior, com a execução de ordens, com a transmissão ou receção, claramente, o banco já “atua por força dos poderes concedidos pelo cliente para o representar”.

Na nossa opinião, os atos praticados pelo intermediário financeiro remetem-nos para o mandato comercial, especificamente, o contrato de comissão – contrato regulado nos artigos 231º e seguintes e 266º e seguintes do Código Comercial.

⁴⁶ Gomes, Fátima (2002), “Contratos de Intermediação Financeira, Sumário Alargado”, em *Estudos Dedicados ao Prof. Doutor Mário Júlio Almeida Costa*, Lisboa, UCP Editora, pp. 569 e 570.

⁴⁷ Almeida, Carlos Ferreira de (1997), “As Transacções de Conta Alheia no Âmbito da Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, LEX, pp. 294 e segs.

⁴⁸ Duarte, Rui Pinto, ob.cit, p. 353.

⁴⁹ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.157.

⁵⁰ Ferreira, José Amadeu (1997), *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, AAFDL, p.327.

⁵¹ Acórdão da Relação de Lisboa 07-10-1991; Relator: Carvalho Pinheiro

Em termos mobiliários, para execução de uma ordem, a lei admite desta forma a celebração de um contrato de mandato – ainda que, inicialmente sem representação.

O contrato de intermediação financeira segue o princípio da consensualidade, quanto à forma – artigo 219º do C.C. O artigo 344º, nº1, exige forma especial para os contratos de registo ou depósito de valores mobiliários, devendo estes serem reduzidos a escrito.

É um contrato consensual na sua formação, é um contrato *quoad constitutionem*.

É um contrato obrigacional, quanto à sua eficácia jurídica (artigo 350º, nº1). É sinalagmático.

São sempre contratos onerosos, pois implicam sempre um esforço económico para ambas as partes e com vantagens correlativas, em que há uma afetação de recursos para a prestação do serviço por parte de uma parte, e a remuneração desse mesmo serviço pela outra parte.

4.1.1. Tipos de contratos mobiliários

a) Contrato de gestão de carteira

O contrato de gestão de carteira é um dos contratos de intermediação financeira, e encontra-se regulado no artigo 335º e 336º do CVM.

Trata-se de um contrato de gestão de interesses alheios, celebrado entre um intermediário financeiro e um investidor, em que o primeiro atua por conta e no interesse do segundo, e obriga-se a administrar um conjunto de instrumentos financeiros, com o objetivo de obter a sua conservação e a maior rentabilidade possível, mediante o pagamento de uma retribuição⁵².

O gestor (intermediário) realiza operações de investimento, por conta do investidor. Esta função implica o exercício de todos os direitos económicos e sociais da carteira, pela realização de trocas, compras e vendas de ativos financeiros.

O intermediário financeiro está obrigado a verificar a regularidade da ordem (artigo 325º), bem como a garantir o interesse do ordenante.

⁵² Afonso, Ana (2007), *O contrato de gestão de carteira – deveres e responsabilidade do Intermediário financeiro*, Almedina.

A sua obrigação principal passa por realizar todos os atos inerentes à valorização da carteira.

Aqui parece estarmos perante um contrato de prestação de serviços, na modalidade de mandato. Pensamos que, uma vez que o mandato pode ser conferido com ou sem poderes, também o gestor de carteira pode atuar em nome do investidor, ou em nome próprio, por conta do investidor.

b) Contrato de assistência

O contrato de assistência é qualificado em valores mobiliários, como um serviço auxiliar e serviço de investimento, e é realizado na fase inicial ou preliminar de uma oferta pública de distribuição.

O contrato de assistência encontra-se previsto e regulado no artigo 337º, nº1, que inclui várias funções de conteúdo económico-financeiro e jurídico na preparação, lançamento e execução da oferta.

Este contrato é obrigatório quando estejamos perante a elaboração e anúncio do prospeto, no seu pedido de aprovação ou registo prévio, e por fim, no apuramento das declarações de aceitação - artigo 337º, nº2.

Sem esquecer, que adjacente a este contrato está um dever geral de aconselhamento, e de assegurar o respeito pela lei e regulamentação – artigo 337º, nº3.

c) Contrato de simples colocação

Nos contratos de simples colocação, o intermediário obriga-se, perante o cliente, a colocar específicos instrumentos financeiros, numa oferta pública de distribuição.

A colocação simples está prevista no artigo 338º, nº1, que dispõe que, o intermediário financeiro obriga-se “a desenvolver os melhores esforços em ordem à distribuição dos valores mobiliários que são objeto de oferta pública, incluindo a receção das ordens de subscrição ou de aquisição.”

É, principalmente, uma obrigação de diligência, em que o intermediário financeiro apenas coloca à disposição os seus meios materiais e humanos⁵³.

Neste tipo de colocação, não advém qualquer responsabilidade para o intermediário financeiro, relativamente ao resultado da oferta, isto é, caso esta seja um

⁵³ Gomes, Fátima (1994), “Subscrição Indirecta e Tomada Firme”, em *Direito e Justiça*, Volume VIII, Tomo I, p.224

fracasso, o intermediário não responde por tal, desde que tenha cumprido com todos os seus deveres.

d) Contrato de tomada firme

Neste tipo de contrato, o intermediário obriga-se a adquirir os valores mobiliários da oferta e, posteriormente, a oferecê-los aos investidores – artigo 339º, nº1.

Aqui a colocação, pelo intermediário financeiro, é feita por sua conta e risco, uma vez que os adquire ainda antes da fase de exteriorização da oferta.

Verifica-se, portanto, uma dupla obrigação: por um lado o intermediário adquire para si os valores mobiliários que farão parte da emissão ou da venda, e por outro, ele terá de colocar esses valores junto do público.

e) Contrato de colocação com garantia

Encontra-se previsto e regulado no artigo 340º, nº1, que dispõe que para além de ter a obrigação de meios de colocação, o intermediário obriga-se a subscrever uma determinada garantia – garantia parcial; ou a totalidade – garantia total, dos valores mobiliários que não tenham sido subscritos pelo público na oferta⁵⁴.

Esta aquisição é a título eventual, e apenas se verifica no final do período de distribuição.

f) Contrato de registo ou depósito

Fazem parte dos serviço auxiliares, previsto no artigo 291º, alínea a).

Previstos no artigo 343º, nº1, Maria Pereira Rebelo qualifica-o como “um contrato, pelo qual o intermediário financeiro, se obriga, a título principal, a registar ou a manter em depósito determinados valores mobiliários, obrigando-se também, em princípio, e a título acessório, a prestar os serviços relativos aos direitos que são inerentes aos valores mobiliários registados ou depositados”⁵⁵.

⁵⁴ Rodrigues, Catarina Alexandra Figueiredo (2009), Contrato de colocação com tomada firme, Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídicas Empresariais, Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa.

⁵⁵ Rebelo, Maria Pereira (2002), “Contrato de Registo ou Depósito dos Valores Mobiliários – Conceito e Regime”, em Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários (15) p.6.

Verifica-se uma obrigação principal, a de registar ou manter em depósito os valores mobiliários, e outra obrigação a título acessório, a de “prestar determinados serviços relativos aos direitos a eles inerentes”⁵⁶.

Pode-se retirar do artigo 343º, nº1, que as partes têm uma grande margem de liberdade para celebrarem o contrato nos termos que sirvam melhor os interesses de ambas.

A doutrina maioritária remete para o contrato de mandato – 1187º, alínea c) do CC, e para o contrato de depósito.

g) Contrato de consultoria para investimento

É considerado um contrato de “serviço de investimento”. O artigo 294º define-o como a “prestação de um aconselhamento personalizado a um cliente, na sua qualidade de investidor efetivo ou potencial, quer a pedido deste quer por iniciativa do consultor relativamente a transações respeitantes a valores mobiliários ou a outros instrumentos financeiros”. Esta prestação é remunerada.

De acordo com Engrácia Antunes, as informações, recomendações ou conselhos deveram ser individualizados, consoante o cliente, de forma a ajude este a tomar decisões de investimento⁵⁷.

Neste tipo de contrato sobrelevam os deveres específicos de informação, previstos no artigo 314º-A.

É um contrato que pode ser celebrado não só por intermediários financeiros, fugindo à regra de exclusividade, mas pode também ser celebrado por consultores de investimento – artigo 294º, nº4.

h) Contrato de comissão para receção, transmissão e execução de ordens

O Código dos Valores Mobiliários menciona “ordem de investimento” nos artigos 325º e ss.

Como anteriormente referimos, não consideramos a ordem um contrato, e a sua execução pressupõe, previamente, um contrato de mandato, em que o intermediário financeiro se obriga a realizar negócios que abarquem os valores mobiliários. Contrato este que nos remete para um contrato de comissão.

⁵⁶ Antunes, José Engrácia, *ob.cit.*, pp.308 e ss.

⁵⁷ Antunes, José Engrácia, *ob.cit.*, pp.300-301.

A execução de ordens, pode ser efetuada por conta alheia do cliente (artigo 290º, nº1, alínea a) e b), ou por conta própria (artigo 290º, nº1, alínea e) e 346º).

Esta matéria já foi previamente discutida, para onde remetemos⁵⁸.

A ordem poderá ser dada via oral ou escrita – artigo 327º, nº1.

O intermediário financeiro tem o dever de aceitação ou recusa (artigo 326º), podendo o cliente revogar ou modificar as suas próprias ordens, segundo as regras do artigo 329º.

⁵⁸ Capítulo III, 3.2: Os intermediários financeiros

Capítulo V: Os deveres dos Intermediários Financeiros

5.1. Princípios e deveres respeitantes ao exercício da atividade de intermediação financeira

Atualmente, e devido à reforma legislativa, consequência da transposição das Diretivas Comunitárias, o Código dos Valores Mobiliários refere-se a princípios e a deveres relativos ao exercício da atividade de intermediação em valores mobiliários. Exclui-se deste último âmbito a designação de normas de conduta que, era usado pelo anterior CMVM.

Verifica-se aqui uma clara distinção entre os deveres de conduta e as normas de deontologia profissional que estabelecem parâmetros de atuação dos intermediários financeiros.

Como escreve Agostinho Cardoso Guedes “*no caso do banco, o cliente presume uma competência e organização, uma profissionalização específica, que os bancos objetivamente possuem*”⁵⁹.

É certo que o artigo 304º, nº5 distingue entre princípios e deveres quando no seu preceito dispõe “Estes princípios e os deveres referidos...”. Esta questão levanta-se para efeitos de determinação do regime a aplicar à atividade exercida pelo intermediário financeiro.

Assim sendo, do artigo 304º retiramos cinco princípios que orientam a atuação do intermediário financeiro. Seguindo a ordem de Gonçalo Castilho dos Santos⁶⁰, são eles:

- 1) O princípio da proteção dos legítimos interesses dos clientes;
- 2) O princípio da eficiência do mercado;
- 3) O princípio da observância dos ditames da boa-fé (de acordo com elevados padrões de diligência, lealdade e transparência);
- 4) O princípio da recolha da informação sobre a situação financeira, experiência e objetivos dos clientes; e
- 5) O princípio do segredo profissional.

⁵⁹ Guedes, Agostinho Cardoso (1988), “A Responsabilidade do Banco por informações à Luz do artigo 485º do Código Civil”, *Revista de Direito e Economia*, Volume XIV, pp.138-139.

⁶⁰ SANTOS, Gonçalo André Castilho dos, *ob.cit.*, p. 76.

Como desde de bem cedo aprendemos, os princípios podem assegurar a integração da lacuna de previsão ou de estatuição. Os princípios acima referidos têm a função de materialização de uma determinada regulação.

Fazenda Martins⁶¹ sustenta a tese de que apesar do artigo 304º mencionar “princípios” nem por isso o devemos assim considerar, mas sim reconduzi-lo a uma formulação de “dever”. Considera também que, apenas se aplicam os princípios a um caso concreto, quando não exista qualquer outra norma concretizadora de dever diretamente aplicável.⁶² Sustentando que, se o legislador tivesse querido uma separação científica entre princípios e deveres, não teria incluído no nº4 do artigo 304º o dever de segredo profissional, que tem correspondência no artigo 398º, que o vem qualificar como dever profissional.⁶³

Não somos da mesma opinião. Consideramos que se deverá reconhecer um princípio de salvaguarda do segredo profissional na atividade mobiliária, para prevenir a divulgação pública de informação confidencial.

Sustentamos a posição da divisão pressuposta pelo Código Valores Mobiliários entre princípios e deveres, uma vez que considero que esta divisão otimiza as soluções da lei mobiliária, exemplo disso mesmo é a responsabilidade civil, o nosso tema.

Os sujeitos não podem ser responsabilizados civilmente se apenas estiver em causa a violação de princípios de Direito. Desses princípios devem conseguir deduzir-se deveres, permitindo desta forma a imputação do artigo 483º, nº 1 do CC, bem como do artigo 798º CC. Caso não seja assim considerado, a imputação dos danos torna-se impossível.

Os deveres jurídicos são concretizações dos vetores valorativos inerentes aos princípios enquanto tais, e é neles que encontram os termos para a sua interpretação.

Os intermediários financeiros têm deveres para com o Mercado e para com o cliente, sendo que dentro dos deveres para com este último, se distingue os deveres pré-contratuais e os deveres durante a execução do mesmo.

⁶¹ Martins, Fazenda (2000), “Deveres dos intermediários financeiros, em especial, os deveres para com os clientes e o mercado” em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, p.332.

⁶² Idem.

⁶³ Martins, Fazenda (2000), *ob.cit.*, pp. 332-333.

O artigo 304º-A define que a violação dos deveres respeitantes ao exercício da atividade de intermediação financeira, quer tenha origem legal, quer tenha origem regulamentar, gera responsabilidade civil.

5.2. O princípio da proteção dos legítimos interesses dos investidores e da eficiência do mercado: Deveres para com o Mercado

Desde logo, encontramos na nossa Constituição a defesa do funcionamento dos mercados, bem como da proteção dos interesses dos investidores no artigo 101º, quando dispõe que “*O sistema financeiro é estruturado por lei, de modo a garantir a formação, captação e a segurança das poupanças, bem como a aplicação dos meios financeiros necessários ao desenvolvimento económico e social.*”

A exigência dos contratos de intermediação deve-se à necessidade de manter uma regulação eficaz nos mercados de capitais.

Quando um cliente aplica as suas poupanças ou capitais, têm como objetivo final ver esses mesmos capitais rentabilizados. Os investidores necessitam de sentir uma confiança sólida de que a informação que lhes é transmitida pelo intermediário financeiro é uma informação certa e idónea para que aqueles tomem uma decisão adequada.

Para o professor Menezes Cordeiro a “informação bancária distingue-se da comum por ser – tendencialmente – técnico jurídica, simples, direta e eficaz”⁶⁴.

5.3. Deveres para com o cliente

5.3.1. Deveres pré-contratuais

a) O Dever de categorização do cliente e o Dever de adequar o serviço prestado ao perfil do investidor

O intermediário financeiro deve recolher informação sobre o conhecimento e a sua experiência em investimentos, a situação financeira do cliente, e quais os objetivos que prosseguem através dos serviços a prestar (artigo 304º, nº3).

Trata-se do dever de “*know your client*”, que tem efeitos imediatos na prossecução da conduta diligente por parte do intermediário financeiro, isto é, para que o intermediário

⁶⁴ Cordeiro, António Menezes (2014), *Manual do Direito Bancário*, Almedina.

financeiro adequar o seu trabalho, para que possa fundamentar as suas decisões e para que possa assegurar o melhor e mais eficaz serviço ao seu cliente terá de traçar um perfil do mesmo, de acordo com a sua experiência em mercados financeiros.

Este “dever de assegurar a adequação do serviço a prestar ao cliente” está presente em todos os Estados-membros da União Europeia devido, anteriormente, à transposição da Diretiva 93/22/CEE e agora pela DMIF.

É de referir que esta prática há muito já estava consolidada em ordenamentos como o norte-americano e britânico.

O dever de categorização dos clientes assume uma natureza instrumental para cumprir os demais deveres de conduta. Segundo o artigo 317º, nº1, o cumprimento deste dever pressupõe o estabelecimento de uma política interna de práticas e procedimentos organizacionais.

Este dever implica adequar a informação fornecida ao cliente de acordo com a sua situação financeira, experiência enquanto investidor e objetivos prosseguidos pela contratação do serviço em causa, permitindo assim uma decisão de investimento clarificada e fundamentada pelo cliente.

Primeiramente, quando nos referimos à situação financeira do cliente, referimo-nos à situação patrimonial do mesmo, isto é, a sua capacidade suportar o risco, e menos-valias com os investimentos executados.

Seguidamente, quanto à experiência em investimentos, aqui devemos proceder à qualificação do cliente consoante o seu conhecimento em matéria de mercados de valores mobiliários. Segundo o artigo 312º, nº 2, o nível de experiência e o grau de conhecimentos do cliente está expressamente interligado com a quantidade e qualidade de informação a ser prestada ao cliente. O facto de o intermediário financeiro ter o dever de prestar uma informação que seja adequada, completa e objetiva, tem de ser interpretada na perspetiva das necessidades do cliente, concretamente a necessidade de um esclarecimento mais aprofundado ou não. Aqui encontramos já outro dos deveres previstos no artigo 304º, no seu nº3, o dever de informação, que mais à frente será aprofundado.

Por último, para que o perfil do cliente seja corretamente traçado, nos termos do artigo 304º, nº3, há que ter em conta os seus objetivos no investimento em causa, ou seja, qual o perfil do risco, qual a sua intenção temporal. Aqui releva, não tanto a capacidade financeira do cliente, mas sim a sua disponibilidade de suportar o risco. Portanto, se o cliente pretende um investimento mais conservador e, conseqüentemente, mais cauteloso

e menos arriscado, ou se, pelo contrário, está disposto a ser mais arrojado, e apostar em investimentos mais incertos.

Devido à multiplicação da contratação eletrónica, este dever ganha novos relevos, uma vez que é mais difícil de se aplicar, mas ainda assim, há que assegurar a adequação da prestação do serviço.

Um contrato de um banco, ou de uma empresa de investimento, com um consumidor é possível, mesmo sem a presença física e simultânea uma da outra⁶⁵.

Relativo a esta temática, o artigo 26º, nº3 do Regulamento da CMVM nº2/2007 estabelece que o intermediário deverá receber previamente toda a informação relevante sobre o novo cliente, bem como documentação a comprovar a sua identificação.

Apesar de toda a flexibilização na contratação eletrónica, não poderão ser esquecidos os deveres do intermediário financeiro, principalmente os deveres presentes no artigo 304º, nº3.

Ainda quanto à adequação do serviço prestado pelo intermediário financeiro de acordo com o perfil do cliente, é importante distinguir o juízo prévio à prestação propriamente dita.

Esta pode ser realizada de acordo com um critério subjetivo ou objetivo. Um critério objetivo implica que o investidor possa recusar a execução de uma operação caso a considere inadequada. Já de acordo com um critério subjetivo é a decisão final do cliente que permanecerá.

A solução colhida entre nós foi a de o próprio investidor determinar qual a melhor solução para os seus investimentos, ou seja o critério subjetivo. Portanto, mesmo que o intermediário financeiro considere uma decisão inadequada, a determinação do cliente prevalecerá. No entanto, ainda no sentido de proteger o intermediário financeiro face a uma decisão de investimento pouco adequada, o artigo 326º acaba por acautelar a posição deste quando confrontado com uma decisão inadequada por parte do cliente.

A lei apenas exige que seja disponibilizada toda a informação, quer quanto aos riscos inerentes ao investimento mobiliários, quer quanto à prevenção de intervenções abusivas sobre o seu património.

⁶⁵ Silva, João Calvão da (2013), *Banca, Bolsa, Seguros*, Almedina, p.111

Desta forma, o intermediário financeiro deve recusar uma ordem quando a considere que contraria os interesses do cliente, exceto se este confirmar a ordem por escrito (artigo 326º, nº1, alínea b)); e poderá recusar uma ordem quando o cliente a não confirme por escrito, quando tal lhe é exigido (artigo 326º, nº2, b)).

Nos casos acima descritos, há uma imediata exclusão de responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente.

Apesar de a nossa lei ter adotado um sistema de ponderação subjetivo, não considero que tal estimulará o desleixo do intermediário financeiro no apoio ao cliente, como considera Assmann⁶⁶. Partilho a opinião de Gonçalo Castilho dos Santos, quando este afirma mesmo num “sistema de ponderação subjetiva de adequação do investimento” o intermediário financeiro, “tem de assegurar elevados níveis de diligência na prospeção da informação necessária que lhe permita definir um perfil do cliente fiável e operativo para efeitos de densificação da extensão e profundidade da informação e consultadoria a prestar”⁶⁷.

b) O Dever de avaliação de adequação da operação

O dever de conhecimento do cliente é complementado com o dever de avaliação de adequação das operações.

Atualmente, a DMIF exige, também, que o intermediário financeiro considere relevante a informação obtida para avaliar se certa transação de determinado cliente é adequada. Chama-se a este dever, o *suitability test*.

A DMIF prevê três níveis de *avaliação da adequação*, com diferentes requisitos:

1) Se estivermos perante uma prestação de serviços de consultoria para investimento ou gestão de carteiras, e o cliente não forneça as informações necessárias sobre os seus conhecimentos e experiência, o intermediário financeiro não poderá prestar o serviço;

2) Caso se trate de um serviço de mera execução ou receção, transmissão de ordens, não será exigível qualquer tipo de recolha de informação e apreciação da adequação, desde que:

⁶⁶ Assman, Heinz-Dieter (1982), *The Broker-dealer's liability for Recommendations (European University Studies*, Peter Lang, pp. 76-77.

⁶⁷ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., nota de rodapé 255, p.118.

- (i) seja uma transação relativa a instrumentos financeiros não complexos;
- (ii) o serviço seja prestado por iniciativa do cliente;
- (iii) o cliente tenha conhecimento da não obrigatoriedade de determinar a adequação por parte do intermediário financeiro; e
- (iv) o cliente seja informado de eventuais conflitos de interesses;

3) Em qualquer outra situação, o intermediário financeiro limita-se a ter de solicitar informações ao cliente sobre a sua experiência e conhecimentos e, se este decidir pelo não fornecimento de tais informações, o intermediário financeiro poderá prestar o serviço, desde que previamente alerte o cliente de que não se encontra em condições para apurar a adequação da operação.

Esta informação recolhida deverá ser suficiente para que o intermediário consiga avaliar se o cliente compreende os riscos envolvidos (artigo 314º, nº1).

Paulo Câmara considera que para além do intermediário ter que recolher toda a informação relativa ao cliente, deverá também que “recolher toda a informação sobre o instrumento financeiro que é proposto ao cliente”⁶⁸.

c) Deveres de informação prévia

Relativamente às informações que o intermediário está obrigado a prestar antes da celebração do contrato de intermediação veja-se os artigos 312º e seguintes do Código VM. Nesta altura da contratação, o cliente é visto com um potencial investidor, e portanto, a informação prestada deve ser esclarecida e fundamentada, para que aquele possa tomar uma decisão adequada.

Apesar de os deveres de informação não serem taxativos, o legislador estabelece um conjunto mínimo de informações a prestar, com o objetivo final de que o cliente sinta segurança e confiança no mercado de capitais.

Elencamos o que consideramos fazer parte do “conjunto mínimo de informações”:

- qualidade da informação (artigo 312º-A);
- momento da prestação de informação (artigo 312º-B);
- qual a informação mínima a ser prestada pelo intermediário (artigo 312º-C);
- qual a informação adicional que deve ser prestada no contrato de gestão de carteira (artigo 312º-D do CVM);

⁶⁸ Câmara, Paulo (2009), “Os deveres de categorização de clientes e de adequação dos intermediários financeiros”, *Direito Sancionatório das Autoridades Reguladoras*, Coimbra, Coimbra Editora, p.311.

- qual a informação relativa aos instrumentos financeiros e as estratégias de investimento propostas (artigo 312.º-E);
- qual a informação relativa à proteção do património dos clientes (artigo 312.º-F);e
- qual a informação sobre os custos e encargos associados (artigo 312.º-G).

Consideramos importante referir a aplicação deste dever, no que respeita aos diferentes tipos de instrumentos financeiros. O intermediário financeiro deve informar os investidores relativamente aos riscos inerentes ao instrumento financeiro, como são a volatilidade do preço do instrumento financeiro, e as possíveis limitações existentes no mercado onde é negociado.

O intermediário financeiro, principalmente quando esteja perante o investimento de produtos estruturados, deve descrever como a sua interação aumenta os riscos associados (artigo 312º-E, nº4).

Sem esquecer que, como temos vindo a afirmar, quando o investidor for categorizado como não qualificado, a descrição da informação deverá ser muito mais detalhada.

Na fase de pré-contratação, o que releva é a pormenorização da informação disponibilizada. Segundo o disposto no artigo 312º, nº2 “a quantidade e a qualidade da informação deve ser proporcional ao grau de conhecimentos que o potencial investidor tem, ou não tem”.

Estamos perante o princípio da proporcionalidade inversa, ou seja, quanto menor o conhecimento do cliente, maior qualidade e maior quantidade deve ser a informação. Este princípio materializa-se no que chama o dever de “*Know your client*”, que já, anteriormente, abordámos nesta dissertação⁶⁹.

Gonçalo Castilho dos Santos classifica o dever de informação pré-contratual como um dever de conduta secundário. São deveres que têm “relevância na relação obrigacional para, em termos de autonomia e de influência sobre a prossecução do interesse do cliente,

⁶⁹ Capítulo 5.1.2: Sucintamente, este dever de conhecimento do cliente implica que os intermediários financeiros se informem sobre a experiência dos seus clientes em matéria de investimentos, a sua situação financeira e os objetivos do investimento.

justificar, por exemplo, a aplicação dos meios de relação perante o não cumprimento da obrigação”⁷⁰.

Em termos legais, o dever de prestação de informação mobiliária têm desvios consideráveis face à comum dogmática dos deveres de informação.

Na perspetiva da violação destes deveres no âmbito da prestação de informação mobiliária, que será mais à frente aprofundada, não podemos deixar de referir Menezes Cordeiro⁷¹, quando afirma que a respetiva violação implicará, no mínimo o cumprimento defeituoso da obrigação principal, e no máximo, o não cumprimento total da obrigação principal.

Os deveres do intermediário financeiro no que respeita à prestação de informação têm natureza imperativa, dando garantias ao investidor.

O regime das cláusulas contratuais gerais, aplicável por remissão do artigo 321º, nº3, equipara os investidores não qualificados a consumidores, incumbindo o ónus da prova relativo à comunicação da adequada ao intermediário financeiro, no artigo 5º, nº3 do regime acima referido.

5.2.1. Deveres contratuais:

a) O princípio da observância dos ditames da boa-fé: Dever de agir de acordo com elevados padrões de diligência, lealdade e transparência

Segundo o nº 1 do artigo 304º, os “ditames da boa-fé devem ser atendidos segundo o sentido dos legítimos interesses dos clientes”, no entanto, esta referência a boa-fé é complementada com o que a doutrina considera “vinculações acessórias” deste princípio: a diligência, a lealdade e a transparência.

Tal como afirma Menezes Cordeiro⁷², no âmbito mobiliário, consideramos que estes três vetores da conduta do intermediário financeiro ganham uma importância superior e bastante mais significativa na prestação do serviço financeiro.

Do que já estudámos anteriormente é possível constatar que, no direito mobiliário, a conduta diligente, leal e transparente é o dever principal da relação jurídica de intermediário financeira, uma vez que, e mais uma vez seguindo a posição de Gonçalves

⁷⁰ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); *ob. cit.*, p.141.

⁷¹ Cordeiro, António Menezes (2012), *Tratado de Direito Civil - Direito das Obrigações I*, p.307.

⁷² Cordeiro, António Menezes (2013), *Da boa-fé no Direito Civil*, p.607.

Castilho dos Santos, esta conduta é a “prestação propriamente dita no complexo obrigacional a cargo do intermediário financeiro”⁷³. Todos os deveres dos intermediários financeiros acabam por se resumir àqueles três deveres.

b) Dever de assegurar uma conduta diligente

Como temos vindo a descrever ao longo desta dissertação, os intermediários financeiros devem orientar a sua conduta protegendo sempre os interesses dos clientes, e tal ideia está visivelmente expressa no novo Código dos Valores Mobiliários.

Assim, a atividade do intermediário não se limita a executar ordens, mas também passa por evitar perdas aos clientes que possam resultar desse serviço, ainda que dentro dos critérios indicados pelos clientes.

Os intermediários financeiros devem sempre observar um elevado padrão de diligência no exercício da sua atividade, ou seja, uma *best execution*⁷⁴.

Citando Menezes Cordeiro, a diligência corresponde à “medida de esforço ou de colaboração exigível ao devedor no cumprimento das suas obrigações”⁷⁵.

De acordo com o Código Comercial, especificamente os artigos 233º e 238º, segunda parte, a partir do momento em que há instruções por parte do cliente, o intermediário financeiro deve executar o serviço requerido pelo cliente exatamente nas condições indicadas por aquele. Verificando-se aqui uma função integradora do dever de assegurar uma conduta diligente.

Caso não se verifiquem instruções por parte do cliente, o intermediário financeiro deve prestar o serviço solicitado nas melhores condições oferecidas pelo mercado. E é nesta vertente que a diligência assume também uma função de “integração quanto à delimitação do conteúdo da prestação”⁷⁶.

A lei, relativamente aos intermediários financeiros, exige um elevado padrão de diligência na execução dos seus deveres profissionais, para que aqueles garantam o melhor cumprimento possível, de modo a que não respondam civilmente aquando a violação destes.

⁷³ SANTOS, André Castilho dos, *ob.cit.*, p. 98

⁷⁴ Regra aprovada pelo Securities and Exchange Commission, em 21 de Agosto de 2006.

⁷⁵ Cordeiro, António Menezes (2013), *Da boa-fé no Direito Civil*, p.1229.

⁷⁶ SANTOS, André Castilho dos, *ob.cit.*, p. 100.

Fazemos este exercício de função relativamente à diligência, para efeitos de aferição de culpa e posterior imputação, com consequente responsabilidade civil do intermediário financeiro, o nosso tema.

A diligência aparece ligada a um comportamento, a uma atitude. E, como veremos mais à frente, corresponderá sempre a uma prestação de facto positivo.

No artigo 304º, nº2, a lei remete para a boa-fé, de acordo com um “elevado padrão de diligência”, o que nos faz concordar com Guido Alpa, quando este afirma que este preceito afasta-se da regra geral da diligência do bom pai de família⁷⁷.

É importante desenvolvermos o que consideramos ser uma melhor execução, portanto, o que deverá o intermediário financeiro prosseguir para que se verifique que adotou uma *best execution*.

Nada melhor como estudarmos o que a *US Securities and Exchange Commission* entende por *best execution*. Os intermediários financeiros deveram encontrar qual a melhor execução disponível de acordo com as ordens dos seus clientes. Para tal, deveram ter em conta fatores como a oportunidade de conseguir um preço melhor do que o que está a ser negociado, os custos, a velocidade da execução.

São vários os deveres que se encontram espalhados pela legislação portuguesa, que nos permitem aferir algumas características do que é uma *conduta diligente perante o cliente*. São estes:

- a) O dever de realizar os registos ou a destruição destes de forma regular, correta, suficiente e atempada (artigo 87º, nº1);
- b) Os deveres de assegurar elevados níveis de aptidão profissional e de se manter a organização empresarial do intermediário financeiro apetrechada com os meios necessários à prestação adequada da atividade, sendo que a prestação do serviço deve ter “adequada qualidade e eficiência” (artigo 305º, nº1);
- c) Os deveres de informar o cliente acerca de dificuldades ou alterações de circunstâncias, ou factos que tornem a operação inviável (artigo 328º);
- d) O dever de executar as instruções nas melhores condições de mercado (artigo 330º, nº 2);

⁷⁷ Alpa, Guido (1997), “Princípios gerais e Direito dos contratos. Um inventário de Dicta e de Questões”, em *Contratos: Actualidade e evolução*, Porto, p.101.

- e) O dever de entregar os valores mobiliários adquiridos pelo cliente, assim como pagar o respetivo preço, velar pela autenticidade, validade e regularidade dos valores mobiliários adquiridos. E, por fim, que nenhum destes tenha qualquer vício ou oneração (artigo 334º).

Em suma, para que o intermediário financeiro atue com elevado padrão de diligência deve agir regular, correta, suficiente e atempadamente, de maneira a otimizar as vantagens nos mercados.

c) Dever de adotar uma conduta leal

Nas palavras de Menezes Cordeiro a lealdade traduz-se, no âmbito de uma relação de confiança, “a obrigação de as partes, na pendência contratual, se absterem de comportamento que possam falsear o objetivo do negócio ou desequilibrar o jogo das prestações por elas consignado”⁷⁸.

Tal como procedemos para a conduta diligente, também aqui temos que ter em conta do que é uma conduta mobiliária leal através da lei e da regulamentação.

A autora Lorenzi⁷⁹ considera que a lealdade nos mercados financeiros surge como uma solução que se desenvolveu historicamente nos mercados de forma a prevenir condutas negligentes e, assim, diminuir custos que pudessem advir da desconfiança na regulação e credibilidade do tráfego⁸⁰. No entanto, somos da opinião de que a lealdade está expressamente ligada à qualidade da conduta.

Ainda neste tema, não podemos deixar de realçar a opinião do ilustre professor Menezes Cordeiro, que explica que “quer os deveres ligados à atuação, quer aqueles outros que se prendam com a prestação da informação relevante inscrevem-se no propósito legal (no plano da *culpa in contrahendo*) de contrariar os desvios à busca honesta e correta de um eventual consenso contratual”⁸¹.

Dos vários deveres que impendem sobre os intermediários financeiros, conseguimos retirar alguns que nos permitem destringir o que podemos caracterizar como “conduta leal”.

⁷⁸ Cordeiro, António Menezes (2013), *Da boa-fé no Direito Civil*, p.606.

⁷⁹ Lorenzi, Valeria de (1999), “Correttezza e diligenza precontrattuali: il problema económico”, em *Riv. dir. comm.*, p.573-574.

⁸⁰ Lorenzi, Valeria de (1999), ob. cit., p.573-574.

⁸¹ Cordeiro, António Menezes (2014), *Manual do Direito Bancário*, Almedina, pp.383-384.

Numa primeira concretização desta “conduta leal”, encontramos o dever de segredo profissional que é imposto ao intermediário financeiro, que exige que seja garantida confidencialidade quer dos dados das operações efetuadas, que dos serviços prestados (artigo 78º do RGICSF, e artigo 304º, nº4).

Outra materialização será o dever de evitar situações de conflito de interesses (artigo 309º), devendo o intermediário financeiro “assegurar um tratamento transparente e equitativo aos clientes, bem como o dever de dar prevalência aos interesses destes em relação aos interesses próprios do intermediário financeiro.”⁸².

Desta forma, a conduta leal passa por uma hierarquização dos interesses, uma vez que é dada prevalência aos interesses dos clientes sobre os interesses do intermediário; por uma conduta marcada pela neutralidade; e por uma conduta equitativa na resolução de conflitos.

Outro dever que nos reconduz à prossecução de uma conduta leal é o dever de o intermediário financeiro não realizar uma intermediação excessiva (artigo 310º). Nos casos de intermediação excessiva, a atuação do intermediário traduz-se na exclusiva obtenção de comissões, realizando várias operações na conta do cliente com aquele objetivo principal. O intermediário coloca os seus interesses à frente dos interesses do cliente, que são totalmente desconsiderados. Esta situação de intermediação financeira ocorre, maioritariamente, quando o intermediário tem a gestão discricionária da conta do cliente.

Na nossa lei, considera-se que há intermediação excessiva quando o intermediário incita o cliente a realizar operações repetidas sobre os valores mobiliários.

Com efeito, o “*churning*” verifica-se quando o intermediário “se aproveita do domínio que tenha da carteira de investimentos do cliente e, abusando da sua confiança, realiza ou leva-o a realizar operações excessivas no seu volume e frequência, com o propósito de multiplicar as suas comissões ou outros proventos, e não de prosseguir com honestidade os fins de investimento do cliente”⁸³.

Quaisquer outros deveres que traduzam o cumprimento de obrigações que exijam de especial relação de confiança entre estes dois sujeitos são também reconduzidos à

⁸² Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.121.

⁸³ Veloso, António José (1997), “Churning: Alguns Apontamentos, com uma proposta legislativa”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex, pp. 349 e ss.

prossecução da conduta leal – são eles o dever de entregar ao cliente os valores mobiliários adquiridos, e o dever de entregar o preço dos valores mobiliários alienados – artigo 334º, nº1, alínea a).

Concluindo, e usando as palavras de Gonçalo Castilho dos Santos, a conduta leal é “o comportamento devido pelo intermediário financeiro assente no respeito pela integridade da composição de interesses previamente acordada entre as partes, especialmente no que respeita à salvaguarda do objetivo negocial ou à prossecução do fim económico e social do direito vertente”⁸⁴.

Verificamos, por fim, que a conduta leal pressupõe, maioritariamente, a realização de prestações de *non facere*, e que tem uma tendência preventiva, uma vez que todos os deveres pretendem essencialmente, acautelar situações de abuso em detrimento dos interesses do cliente.

d) O dever de tratar equitativamente o conflito de interesses

Ainda quanto à conduta leal, surge no artigo 309º, nº2 o dever de assegurar um “tratamento transparente e equitativo” ao cliente, numa situação de conflito de interesses.

Trata-se de uma concretização do princípio estipulado no artigo 304º, nº2, que decorre do artigo 18º da DMFI: “*a empresa de investimento deve esforçar-se por suprimir os conflitos de interesses e, quando estes não possam ser evitados, assegurar que os clientes sejam tratados equitativamente*”.

Nesse sentido, encontramos espalhadas na legislação portuguesa, diversas medidas preventivas de situações de abuso ou de situações de conflito de interesses.

As situações de conflito de interesses na intermediação financeira são bastante comuns, sendo até, normal.

A doutrina⁸⁵ entende por conflito de interesses, quando dois ou mais interesses legítimos se encontram em contradição, significando que uma decisão acarretará maior vantagem para uma das partes, em detrimento da outra parte.

Reconhecemos dois tipos de conflitos de interesses, quanto aos sujeitos, os conflitos intrínsecos e os conflitos extrínsecos. Na primeira situação, estamos perante um conflito entre o intermediário financeiro e o investidor; na segunda situação, estamos

⁸⁴ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.124.

⁸⁵ Martins, Fazenda (2000), ob.cit., p.340.

perante um conflito entre dois investidores do mesmo intermediário. Esta última situação pode decorrer quando uma oportunidade de negócio não pode ser aproveitada por ambos os investidores, ou até mesmo quando os interesses são contrapostos em transações entre os mesmos.

Como refere Paulo Câmara, “(...) as soluções organizativas visam reduzir as possibilidades de ocorrência do conflito lesivo”⁸⁶.

A regulação desta matéria de conflitos de interesses está prevista e regulada nos artigos 309º-A e 309º-B do CVM.

O intermediário financeiro tem o dever de tratar equitativamente e com transparência os investidores cujos interesses estão em conflito, portanto, deve prestar toda a informação prévia, e durante o conflito (artigo 345º, alínea c)).

Para evitar situações de conflitos de interesses, temos, entre outras, medidas para assegurar o grau de independência necessário, tais como: a criação de separações informativas entre departamentos, as chamadas, *chinese walls*; ou o estabelecimento fiscalizações distintas entre os departamentos.

A origem do sistema das *chinese walls* (também chamadas “*fire walls*”) teve a ver com um caso de abuso de informação privilegiada.

“As muralhas chinesas traduzem-se, na prática, na adoção de esquemas organizativos e regras internas destinadas a segregar a informação, prevenindo os abusos de informação privilegiada.”⁸⁷

Relativamente às *chinese walls*, sabemos que a excessiva limitação de informação pode impedir a circulação de informações necessárias e úteis, lesando o investidor.

O facto de haver um dever de fixar uma política de conflito de interesses, por si só, e como já abordamos anteriormente, confirma que aqueles são inevitáveis, portanto, há que geri-los.

A solução passa por confiar-se ao intermediário a sua escolha e indicação⁸⁸. Adotar apenas deveres de informação não parece ser a solução para a resolução destes conflitos, é necessário adotar-se uma política de prevenção de conflitos, bem como uma política de gestão dos mesmos.

⁸⁶ Câmara, Paulo (2013); *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, p.363.

⁸⁷ Martins, Fazenda (2000), *ob.cit.*, p.342.

⁸⁸ Câmara, Paulo (2013); *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina.

Sumarizando, o intermediário financeiro não pode dispor, em seu interesse, dos valores mobiliários do seu cliente, exceto com permissão escrita deste (artigo 306º, nº3); deve dar prevalência sempre aos interesses dos clientes (artigo 309º, nº4), e fixar uma política de gestão de conflitos.

e) A Conduta transparente: O Dever de informação, em especial

O artigo 7º, nº1 do CVM, dispõe que a informação prestada pelos intermediários financeiros deve ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva, e lícita.

Para Sinde Monteiro⁸⁹, informação “*é a exposição de uma dada situação de facto, verse ela sobre pessoas, coisas, ou qualquer outra relação. (...) A pura informação esgota-se na comunicação de factos objetivos, estando ausente uma (expressa ou tácita) “proposta de conduta”*”. Para Eduardo Paz Ferreira⁹⁰, a informação “*designa simultaneamente o processo de formulação e transmissão de objetos de conhecimento e estes últimos como conteúdos.*”.

Informação não deve ser confundida com “conselho”, ou sequer com “recomendação”, e é totalmente autónoma da atividade de consultoria. Por “conselho” entenda-se, um juízo de valor sobre um ato futuro⁹¹.

Grande parte das decisões tomadas por um investidor não qualificado baseia-se, essencialmente, na qualidade da informação que lhe é disponibilizada através do intermediário financeiro, e através de outros meios admitidos. Por essa razão, é importante que o investidor esteja esclarecido e compreenda todos os riscos associados a uma decisão tomada no âmbito dos mercados de capitais.

O artigo 304º, nº2 afirma que o intermediário financeiro deve agir de uma forma transparente. Gonçalo Castilho dos Santos considera que a transparência referida no Código dos Valores Mobiliários relaciona-se com a informação que deve ser transmitida aos clientes. Considera que a “transparência” surge, aqui, como um mecanismo de proteção do cliente, já que lhe permite aceder a uma informação organizada, e atual⁹². Esta transparência transmite confiança a qualquer sujeito que faz trocas nos mercados,

⁸⁹ Monteiro, Jorge Ferreira Sinde (1989), *Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações*, Almedina, Coimbra, p.14.

⁹⁰ Ferreira, Eduardo Paz (2000), “Informação e Mercado de Valores Mobiliários”, em *Separata da Revista da Banca*, n.º 50, Julho/Dezembro de 2000, pp.11- 25.

⁹¹ Monteiro, Jorge Ferreira Sinde (1989), *ob.cit.*, pp.14 -18.

⁹² Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); *ob. cit.*, p.135.

potenciando um ciclo virtuoso de confiança no investimento e nas negociações, traduzindo-se em aumento de liquidez, diminuição de custos na aquisição de informação, e conseqüentemente, há um aumento da eficiência e o mercado torna-se mais atrativo⁹³.

Com a evolução da sociedade moderna e a progressiva sofisticação dos mercados financeiros, compreende-se a razão de encontrarmos uma legislação com um vasto leque de deveres que protegem o investidor na relação com os intermediários.

A facilidade de acesso à informação, e especialmente, a forma como ela é transmitida, para a maioria dos investidores (em destaque aqueles que aplicam apenas as suas poupanças), os custos para obter uma informação necessária para que possam tomar decisões adequadas são proibitivos, colocando-se numa posição de confiança e dependência do intermediário financeiro.

A conduta transparente exigida no artigo 304º, nº2, consiste em regular e proteger o cliente-investidor, como a parte informativamente mais débil.

O regime dos deveres de informação encontra-se espalhado pelo Código dos Valores Mobiliários, nos artigos 312º e ss; artigos 314º-B, 314º-C, nos artigos 323º e ss, e ainda no artigo 332º.

Os deveres de informação, que impendem sobre os intermediários financeiros perante os respetivos clientes, surgem durante todo o contrato de intermediação financeira, desde a informação prévia à informação sucessiva.

Vamos de seguida, apresentar os deveres que competem sobre os intermediários para substantificar o princípio da prossecução da conduta transparente.

Segundo a DMIF, os deveres de conduta a serem observados pelos intermediários financeiros variam consoante a categorização dos investidores que esteja em causa, com o objetivo final de “favorecer decisões de investimento informadas”⁹⁴.

Para que os intermediários conheçam, a todo o momento, a natureza de cada cliente, recai sobre aqueles um dever de adoção de políticas e procedimentos internos.

Com a celebração do contrato de intermediação surgem novos deveres de informação na situação jurídica do intermediário financeiro – a informação sucessiva⁹⁵.

⁹³ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); *ob. cit.*, p.137.

⁹⁴ Câmara, Paulo (2009), “Os deveres de categorização de clientes e de adequação dos intermediários financeiros”, *Direito Sancionatório das Autoridades Reguladoras*, Coimbra, Coimbra Editora, p.299.

⁹⁵ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); *ob. cit.*, p.140.

São deveres acessórios de informação, que se verificam habitualmente em relações contratuais duradouras, e que visam satisfazer os interesses do cliente e garantir que não ocorrem danos. São, essencialmente, deveres de informações que decorrem das operações, e do funcionamento do mercado.

Estes deveres encontram-se previstos e regulados nos artigos 323º e seguintes.

É importante frisar que, todas as informações enviadas pelos intermediários financeiros aos seus clientes atuais ou potenciais devem ser corretas, claras e não deverão induzir em erro – princípio geral da DMIF.

A maioria dos deveres de informação previstos aplicam-se apenas aos investidores não profissionais. No entanto, são maiores as exigências de informação para os instrumentos financeiros complexos.

Nestes deveres destacam-se aqueles que resultam da execução de ordens, bem como dos resultados das operações realizadas. O intermediário financeiro deve informar o cliente das dificuldades que surjam durante a execução das ordens; de todas as circunstâncias ou factos que possam legitimar uma alteração na execução de ordens.

f) O dever de executar nas melhores condições

Outro dever que a DMIF faz impender sobre os intermediários financeiros funda-se na obrigação de estes criarem mecanismos eficazes para proporcionar ao cliente o melhor resultado possível, relativamente ao preço, custos e rapidez de execução e liquidação, o volume e a natureza da transação, no momento da execução das ordens. Estamos perante o princípio da execução nas melhores condições.

Os intermediários financeiros devem considerar não só o mercado regulamentado, mas também outros espaços e organizações de negociação, para que possam executar nas melhores condições, e claro, têm de ter também em conta o instrumento financeiro em causa. Qualquer possibilidade de execução de ordens fora de mercado regulamentado necessita sempre do consentimento prévio do cliente – artigo 330º, nº7.

Se estivermos perante uma execução de ordem por conta de um investidor não qualificado, as melhores condições são avaliadas pela contrapartida pecuniária no seu total, isto é, incluindo despesas do cliente, relacionadas diretamente com comissões de variada natureza – artigo 331º, nº3.

De acordo com este princípio, os intermediários financeiros têm ainda o dever de comunicar ao cliente qual a política de execução de ordens adotada por eles, para que desta forma o cliente se possa pronunciar sobre a mesma – artigo 330º, nº4.

O intermediário financeiro deve reavaliar a sua política de execução de ordens pelo menos anualmente.

Por fim, no que diz respeito à execução de ordens dos clientes, os intermediários financeiros devem criar procedimentos que facilitem uma execução pronta, equitativa e expedita das ordens de cada cliente, definindo, nomeadamente, uma regra de prioridade na execução segundo um critério cronológico.

g) Deveres de organização e de administração da atividade dos intermediários financeiros

Segundo o artigo 304º, nº1, estas normas visam assegurar que as normas de conduta são cumpridas, e que são orientadas à proteção dos legítimos interesses dos clientes, e que visam assegurar a eficiência do mercado⁹⁶.

Nos deveres relativos às funções em que se traduz a atividade de intermediação financeira, encontramos o dever de criar procedimentos e gerir a informação recolhida e produzida na organização do próprio intermediário. Pretende-se prevenir situações de conflitos de interesses e situações de abuso praticadas, quer uso de informação privilegiada, quer manipulação do mercado.

No que toca à segregação funcional, o regulamento da CMVM nº2/2007 esclarece que estes deveres funcionais visam primordialmente a prevenção de conflitos de interesse. Pretende-se prevenir e reagir a erros de difícil deteção, bem como, prevenir a exposição dos clientes e até mesmo dos próprios intermediários financeiros a riscos excessivos decorrentes da atividade de intermediação.⁹⁷

Quanto à segregação patrimonial, o artigo 306º, nº1, esclarece que o intermediário financeiro tem o dever de assegurar uma distinção entre o património do seu cliente e o seu. Também o artigo 306º, nº4 determina que caso o intermediário financeiro receba dinheiro de um cliente, este deve ser depositado em conta bancária aberta em nome do beneficiário ou em nome do intermediário com menção.⁹⁸

Ainda na linha da segregação patrimonial, o artigo 307º dispõe que o intermediário financeiro deve organizar a sua contabilidade, diariamente, devendo refletir o saldo de cada cliente. Deve, adicionalmente, manter um registo diário das operações por ele

⁹⁶ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.146.

⁹⁷ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.150

⁹⁸ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.148.

efetuadas, para que desta forma seja possível um controlo por parte das autoridades de supervisão, e um controlo por parte dos clientes.

Por último, o intermediário financeiro obriga-se a conservar toda a documentação e registos das operações que realize no prazo mínimo de cinco anos, e ainda, tem o dever de emitir certificados desses registos, caso o cliente assim o solicite (artigo 308º).

Capítulo VI: Responsabilidade civil do Intermediário financeiro

Depois de analisados os deveres legais e regulamentares do intermediário financeiro, para proteger o investidor, e em prol da eficiência o mercado vamos, seguidamente, estudar o que resulta em consequência da violação dos mesmos.

6.1: Imputação dos Danos

Quando se verifique a violação dos deveres que anteriormente referimos, levanta-se o problema da responsabilidade civil.

A alusão à responsabilidade civil levanta problemas especiais em torno da teoria geral da responsabilidade civil, uma vez que está enquadrada num regime jurídico específico, mas a sua integração dogmática deverá ser prosseguida a nível geral⁹⁹.

São vários os preceitos espalhados pelo Código dos Valores Mobiliários que se referem à responsabilidade civil do intermediário financeiro: artigos 87º, nº1; 149º, nº1, g), 282º nº 2, e o 288º.

A cláusula geral está prevista no artigo 304º-A, nº1 que determina:

“Os intermediários financeiros são obrigados a indemnizar os danos causados a qualquer pessoa em consequência da violação de deveres respeitantes ao exercício da sua atividade que lhe sejam impostos por lei ou por regulamento emanado de autoridade pública”.

Portanto, esta cláusula é aplicada quando um intermediário financeiro viola os seus deveres.

O facto de esta cláusula enunciar o princípio geral do ressarcimento dos danos, não esvazia todas faculdades aqui compreendidas. Encontramos nela também uma imputação obrigacional quanto aos danos sofridos, por ter violado as obrigações vertidas nos deveres estabelecidos pela lei.

O Código dos Valores Mobiliários vem, assim, consagrar uma cláusula de imputação delitual específica, em paralelo com a cláusula geral de responsabilidade civil do Código Civil: artigo 483º, nº1.

⁹⁹ Leitão, Luís Menezes (2000), “Actividades de intermediação financeira e a responsabilidade civil do intermediário financeiro”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, pp144-145.

Como já anteriormente destacámos, entre o intermediário financeiro e o cliente estabelece-se uma relação pessoal, uma relação de confiança, e desta relação surge o dever de realizar uma prestação específica de atividade de intermediação financeira (397º CC).

Estamos perante uma relação obrigacional, em que só surge a questão da responsabilidade aquando do incumprimento da devida prestação. Incumprimento que assentará na violação das obrigações previstas no contrato de intermediação financeira, uma vez que esta aquela relação é estabelecida principalmente por via contratual.

Devemos aqui, brevemente, referir a evolução desta cláusula de imputação, para melhor percebermos a aplicação da responsabilidade civil do intermediário financeiro:

Em 1991, o Código dos Valores Mobiliários consagrou o que aparentemente seria um regime específico para a responsabilidade civil do intermediário financeiro. No entanto, este regime acabou por suscitar mais dúvidas do que clarificar o sistema de responsabilidade civil do intermediário financeiro. O nº1 remetia para os requisitos gerais da responsabilidade civil previstos no artigo 443º do CC; e o nº2 estabelecia uma responsabilidade solidária com todos administradores, diretores, gerentes, representantes pelos atos que praticassem. Esta disposição legal estava destinada a proteger interesses alheios. O ónus da prova caberia ao lesado, e a diligência exigível era a de um bom pai de família, por remissão para o artigo 483º¹⁰⁰.

Com o novo Código, o artigo 314º estabelece um regime mais simples, e permite a aplicação da responsabilidade do intermediário financeiro perante “qualquer pessoa”, devido à violação dos deveres previstos na lei. Unificou-se também o critério de apreciação da culpa do intermediário financeiro – a exigência de um elevado padrão de diligência.

Para que a cláusula do artigo 483.º do CC seja ativada, em articulação com o artigo 304.º-A, n.º 1 do CVM, é necessário que os cinco pressupostos da responsabilidade civil estejam preenchidos: o facto voluntário, a ilicitude, o dano, a culpa e o nexo de causalidade.

¹⁰⁰ Leitão, Luís Menezes (2000), “Actividades de intermediação financeira e a responsabilidade civil do intermediário financeiro”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, p.147.

1. Facto voluntário:

Quanto a este pressuposto, é necessário que se verifique uma ação ou uma omissão, enquanto comportamento dominado pela vontade. Como exemplo, lembramos o caso em que o intermediário financeiro não dê a total informação ao cliente, que se revele fundamental para a tomada de uma decisão – 312º, nº1.

A conduta do intermediário financeiro deverá prosseguir bitolas de profissionalismo, ou seja, o intermediário financeiro deverá garantir uma conduta diligente, leal e transparente¹⁰¹.

Através do facto voluntário, o intermediário financeiro quando viola os seus deveres, impede que o cliente retire as vantagens patrimoniais das suas decisões, não protegendo, desta forma, os legítimos interesses do seu cliente¹⁰².

2. Ilicitude

A adicionar à voluntariedade da ação, é necessário que a atuação do intermediário seja *ilícita*, isto é, tem que se verificar uma “*desconformidade entre a conduta devida (a realização da prestação) e o comportamento observado pelo intermediário financeiro.*”¹⁰³. Estaremos, portanto, perante uma ilicitude de carácter obrigacional, já que esta é uma relação obrigacional.

Aqui releva a avaliação do comportamento do intermediário financeiro, de modo a comprovar-se a prossecução de um fim não aceite pelo Direito¹⁰⁴, portanto, consideramos aqui quer a conduta dolosa, quer a conduta negligente.

Levanta-se a questão da conduta negligente: perfilhamos a opinião de Gonçalo Castilho dos Santos de que a conduta do intermediário financeiro terá de revestir “a violação de um dever específico da conduta profissional devida”¹⁰⁵.

Apesar de termos estado a referir-nos somente a incumprimento definitivo ou impossibilidade de cumprimento da prestação, também o incumprimento temporário ou o incumprimento defeituoso são aqui considerados, em como a lei civil também lhes é

¹⁰¹ Ver capítulo V desta dissertação

¹⁰² Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.200.

¹⁰³ Idem.

¹⁰⁴ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.202.

¹⁰⁵ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.203.

aplicável. Assim, admite-se a aplicação das disposições, sobre o ressarcimento dos danos – artigo 562º do CC.

Há casos em que a ilicitude é excluída, são eles:

1º: a situação prevista no artigo 340º, nº1 CC, que prevê uma causa de exclusão da ilicitude por força do consentimento do lesado, mesmo quando o intermediário financeiro alerte para o facto de essa ação contrariar os interesses do cliente. Nesta situação é necessária a confirmação por escrito – artigo 333º, nº2.

2º: a situação de conflito de interesses (artigo 304º, nº2): quando se verifiquem conflito de interesses entre os clientes do mesmo intermediário financeiro, é normal que não se cumpram completamente as obrigações destes. A solução está prevista mais à frente no artigo 309º, nº2, que prevê uma distribuição equitativa, quer dos danos, quer das vantagens¹⁰⁶. Sem esquecer que o intermediário financeiro deve demonstrar que cumpriu com os seus deveres de organização – previstos no artigo 309º, caso contrário, poderá responder civilmente perante os investidores.

3. Culpa

A culpa afere-se quando o intermediário financeiro não adotou a conduta, que de acordo com o acervo legal, deveria ter adotado.

De acordo com o artigo 304º-A, nº2, “*“A culpa do intermediário financeiro presume-se quando o dano seja causado no âmbito das relações contratuais ou pré-contratuais e, em qualquer caso, quando seja originado por violação de deveres de informação.”*”.

Assim, a culpa do intermediário financeiro materializa-se no dolo ou na negligência¹⁰⁷.¹⁰⁸

A aplicação deste preceito deverá ser articulada com o 304º, nº2, que exige que o intermediário financeiro aja com elevados padrões de transparência, lealdade e profissionalismo.

Levanta-se a questão da classificação da diligência pelo intermediário financeiro na realização da conduta devida.

¹⁰⁶ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.207.

¹⁰⁷ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.208.

¹⁰⁸ Brevemente: Dolo é a consciência e a vontade de praticar certo facto reprovável; Negligência implica falta de cuidado, descuido.

Nas palavras de Gonçalo Castilho dos Santos, o artigo 304º, nº2, “introduziu um novo padrão de aferição de culpa que transcende na sua exigência, o do bom pai de família”¹⁰⁹ - *diligentissimus pater familias*, revisto no 487º, nº2 do CC.

Surgem, desta forma, a noção de levíssima.

Somos da opinião de que, para a classificação de culpa do intermediário financeiro aquando da realização da conduta devida deverá ser considerada a culpa para efeitos de responsabilidade civil obrigacional do intermediário financeiro¹¹⁰.

Questiona-se que tipo de diligência é necessária o intermediário financeiro assumir para que não se verifique a culpa profissional. Quer a doutrina¹¹¹, quer a jurisprudência portuguesa¹¹² têm vindo a esclarecer que a conduta exigível é aquela que se pode afigurar pelas técnicas da atividade e da organização do intermediário.

Na opinião de Menezes Leitão, estamos perante uma cláusula de imputação unitária, isto é, estão previstos nesta cláusula os pressupostos da responsabilidade delitual e obrigacional.

É mesmo a lei mobiliária que favorece esta tese unitária no artigo 304º-A, nº1, que nos remete, naturalmente, para a fundamentação da ilicitude prevista nos artigos 798º e 799º do CC.

Retomando à culpa e, conseqüentemente, relativamente ao ónus da prova dos pressupostos da responsabilidade civil, o professor Menezes Cordeiro considera que o artigo 799.º do CC estabelece na responsabilidade obrigacional uma *presunção de faut*, a qual consiste numa presunção simultânea de ilicitude, culpa e nexo de causalidade entre o facto e os danos, cabendo assim ao devedor a demonstração de que não foi por sua causa que o credor suportou os danos que alega ter sofrido.¹¹³

¹⁰⁹ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.208.

¹¹⁰ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.209. O autor considera que não se pode confundir o plano da repartição do risco inseparável da realização da conduta, próprio das flutuações constantes dos mercados de valores mobiliários, da responsabilidade civil propriamente dita.

¹¹¹ Leitão, Luís Menezes (2000), “Actividades de intermediação financeira e a responsabilidade civil do intermediário financeiro”, em *Direito dos Valores Mobiliários*.

¹¹² O Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 18/12/2008 deixou claro que “um intermediário financeiro deve exercer a sua atividade com níveis máximos de aptidão e organização profissional, protegendo os interesses legítimos dos seus clientes, sendo de exigir dele padrões elevados de diligência, lealdade e transparência. Tratando-se de um conjunto de deveres próprios da profissão, impostos pelo especial grau de exigência ética que social e economicamente a caracteriza.”.

¹¹³ Cordeiro, António Menezes (2011), *Da Responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades Comerciais*, Almedina, pp. 485 e ss.

Já a outra doutrina, defendida por Menezes Leitão¹¹⁴, entende que a presunção do artigo 304.º-A, n.º 2, deve ser assente no critério de *culpa levíssima*. Assim para Menezes Leitão, o ónus da prova da culpa, fica a cargo do lesante.

A lei mobiliária, com o artigo 304º-A, nº2 remete-nos para os artigos 798º e 700º do CC. Diferentemente para o nexo de causalidade.

Para Gonçalo Castilho dos Santos¹¹⁵, o ónus da prova da culpa do artigo 304.º-A, n.º 2 cabe ao intermediário financeiro. Na opinião do estimado autor, com a qual perfilhamos, a cláusula de imputação unitária não deve, nem pode, ser menosprezada. Acrescenta, que em consonância com o artigo 342º, nº2 CC, relativamente à prova do cumprimento, o ónus caberá ao intermediário financeiro.

No entanto, distingue perante obrigações de conteúdo positivo, e obrigações de conteúdo negativo. Se o incumprimento for relativo a uma obrigação negativa, o ónus cabe ao investidor, aplicando o artigo 342, nº1, do CC.

Seguindo Menezes Leitão, e Gonçalo Castilho dos Santos, adotamos o que consideramos ser a posição que melhor protege os interesses da parte considerada mais fraca, portanto, do investidor.

Aplicando o artigo 487º, nº1 CC, cabe ao investidor a prova da culpa do intermediário financeiro; mas, segundo o nº2 do mesmo preceito, retira-se que o ónus presunção de culpa cabe ao intermediário financeiro.

O intermediário tem de inspirar confiança e segurança nos investidores.

O critério de culpa levíssima associado à presunção prevista no artigo 304º-A, nº2, acautela a posição enfraquecida do investidor, cabendo ao intermediário financeiro a demonstração da sua culpa, ou não.

A razão da inversão do ónus da prova deve-se, voltamos a repetir, à proteção do investidor de possíveis abusos que poderão vir a sofrer.

4. O Dano

Por dano podemos entender a “supressão ou diminuição de uma situação favorável que estava protegida pelo ordenamento”¹¹⁶.

¹¹⁴ Leitão, Luís Menezes (2000), “Actividades de intermediação financeira e a responsabilidade civil do intermediário financeiro”, em *Direito dos Valores Mobiliários*.

¹¹⁵ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.216.

¹¹⁶ Leitão, Luís Menezes (2014), *Direito das Obrigações – Volume I*, Almedina.

Surge aqui a questão de indemnização, uma vez que a obrigação pretende diminuir a desvantagem que lhe foi imputada injustamente.

Aplica-se neste caso a lei civil, principalmente no que toca à indemnização dos danos patrimoniais e não patrimoniais e portanto, quer de lucros cessantes, quer por danos emergentes.

Caso não seja possível uma reparação na sua totalidade, aplica-se a lei civil, mais propriamente o artigo 566º, nº2, ou seja, aplica-se a indemnização por equivalente (um dano de cálculo). Fala-se, neste caso, da teoria da diferença¹¹⁷. Com esta teoria determina-se a diferença entre a situação real e situação hipotética atuais do património do cliente lesado¹¹⁸.

Atente-se que, o cálculo da indemnização, segundo a teoria da diferença, é relativo ao “valor subjetivo”, isto é, o valor na perspetiva do lesado¹¹⁹. É aplicável este critério e não outro, pela simples razão de se pretender fortalecer a confiança do investidor no funcionamento dos mercados através de um ressarcimento que requer a integração do património lesado, em concreto¹²⁰.

Quanto aos danos futuros previsíveis, estes também são considerados, e aplicar-se-á o artigo 564º, nº2 do CC, o cliente pode requer que lhe seja calculada uma indemnização relativa ao pagamento dos direitos inerentes até lhe ser reembolsado o empréstimo obrigacionista.

5. O nexo de causalidade entre o facto e o dano

Para determinar o critério definidor do nexo de causalidade do facto ao dano, atenderemos à teoria da causalidade adequada.

De acordo com esta doutrina, a indemnização abrange os “danos que provavelmente não teriam sido sofridos pelo cliente se não fosse a violação do seu direito de crédito face ao intermediário financeiro”¹²¹. Por “probabilidade”, noção presente no

¹¹⁷ O cálculo da indemnização é o valor do bem subtraído ou do direito violado a perspetiva do lesado. Este valor é determinado por critérios económicos e objetivizados.

¹¹⁸ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.219.

¹¹⁹ Idem.

¹²⁰ Idem.

¹²¹ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.223.

artigo 563º do CC, importa saber se o facto que atuou como condição, se foi adequado à produção do dano em causa, isto é, se a condição foi idónea ou não.

Para Menezes Cordeiro¹²² e para Menezes Leitão consideram que a teoria do escopo da norma legal violada é a melhor forma de determinar o nexo de causalidade.

Consideramos, bem como Gonçalo Castilho dos Santos, que esta teoria encontra limitações na cláusula geral do artigo 314º, cujo âmbito subjetivo foi alargado para “qualquer pessoa” em prejuízo do artigo 483º, nº1 do CC, perdendo aqui um “elemento relevante na delimitação teleologicamente comprometida”¹²³.

Levanta-se a questão de saber se poderá o intermediário financeiro recorrer à causa virtual como forma de exclusão da responsabilidade.

Relativamente à causa virtual, importa recordar que, quer o facto fortuito, quer o caso de força maior excluem a responsabilidade do devedor pelo incumprimento da obrigação. Portanto, o intermediário financeiro, só responderá civilmente caso se prove que o facto fortuito não foi previsto, ou os casos de força maior não puderam ser evitados, ainda que todos os procedimentos legais e regulamentares tenham sido observados pelo intermediário, e provados pelo próprio – artigo 304º, nº2.

6.2. Exclusão da Responsabilidade civil

6.2.1. Responsabilidade do intermediário financeiro por facto de outrem

Como já referimos, o intermediário financeiro pode aproveitar a colaboração de terceiros.

De acordo com o artigo 800º, nº1 do CC, o intermediário financeiro responde perante o cliente como se os atos praticados pelos seus representantes fossem praticados pelo próprio intermediário. Esta linha de pensamento também se encontra implícita no artigo 324º, nº1. Não podendo o intermediário eximir-se da sua responsabilidade perante o cliente. Esta é uma responsabilidade objetiva do intermediário.

¹²² Cordeiro, António Menezes (2011), *Da Responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades Comerciais*, Almedina, pp. 532 e ss.

¹²³ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.225.

Questiona-se se, no caso dos atos dos representantes será necessário verificarem-se os pressupostos da responsabilidade civil ou se estes pressupostos são diretamente ponderados em relação ao intermediário financeiro para efeitos de responsabilidade civil.

Pensamos neste caso que o intermediário financeiro não pode recorrer às causas de exclusão da responsabilidade civil para se poder isentar da sua responsabilidade pessoal. Neste sentido Gonçalo Castilho dos Santos¹²⁴. O intermediário responde como se fosse ele a agir, perante o cliente.

Para justificar a nossa opinião, consideremos o artigo 800º do CC que estudado numa perspetiva jusmobiliária, extrai-se que os representantes estão sujeitos à diligência do *bonus pater familias*, já o intermediário financeiro está sujeito a agir de acordo com “elevados níveis de diligência”, já referido anteriormente.

Sabemos que é inevitável o recurso a representantes ou a auxiliares na intermediação financeira, levando à diminuição da culpa do colaborador e, conseqüentemente, ao reforço da “argumentação apresentada em sede de imputação puramente civilística”¹²⁵ – artigo 800º, nº1 do CC, mas dever-se-á reforçar e elevar o grau de exigência quanto à conduta profissional dos representantes do intermediário financeiro. Sem esquecer do posterior direito de regresso por parte do intermediário financeiro subcontratante.

6.2.2. Exceção de não cumprimento

No âmbito da atividade do intermediário financeiro, a aplicabilidade da exceção de não cumprimento do contrato não tem tanta relevância como na lei civil.

Atente-se aos deveres presentes nos artigos 325º, 326º, nº1 e, especialmente, no nº2. Nestes artigos, está em causa a integridade do mercado que exige procedimentos para uma boa execução das operações dos valores mobiliários, bem como a obrigação do intermediário se precaver em relação ao incumprimento do ordenador.

De acordo com o artigo 324º, nº1, são nulas quaisquer cláusulas que excluam a responsabilidade do intermediário financeiro por atos praticados por um representante ou auxiliar seu.

¹²⁴ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.230.

¹²⁵ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.233.

De acordo com Menezes Leitão¹²⁶, e Gonçalo Castilho dos Santos¹²⁷, afigura-se aqui uma derrogação do artigo 800º, nº2 do CC, preceito este que impede a exclusão da responsabilidade do intermediário financeiro, já que dessa norma apenas se retira a responsabilidade contratual do intermediário financeiro.

Nos termos do artigo 334º, nº1, *os intermediários financeiros respondem perante os seus ordenadores: a) Pela entrega dos instrumentos financeiros adquiridos e pelo pagamento do preço dos instrumentos financeiros alienados; b) Pela autenticidade, validade e regularidade dos instrumentos financeiros adquiridos; c) Pela inexistência de quaisquer vícios ou situações jurídicas que onerem os instrumentos financeiros adquiridos.*

E por seu turno, o nº2 do mesmo preceito afigura-se como mais um exemplo das cláusulas disciplinadoras da responsabilidade civil do intermediário financeiro, considerando nulas qualquer cláusula contratual contrária ao nº1.

Desta forma, o intermediário financeiro será sempre responsável pela ordem que execute.

Quanto à aplicação da Lei das Cláusulas Contratuais Gerais¹²⁸- doravante LCCG – na lei mobiliária, são vários os preceitos que também a ela se referem. No entanto, há que frisar que a “sua aplicação é meramente eventual”¹²⁹, ou seja, nem sempre a convenção de limitação ou exclusão da responsabilidade terá de se traduzir numa cláusula contratual geral.

Aqui, é de realçar o artigo 321º, nº3, relativo à aplicação da LCCG nos contratos de intermediação financeira dos investidores não qualificados. Nesta situação apenas se aplicam os artigos 20º e ss. da LCCG. Já os artigos 17º e ss aplicam-se às relações entre intermediários financeiros e investidores qualificados. No entendimento de Gonçalo Castilho dos Santos, também se aplicam os investidores não qualificados por remissão do artigo 20º.

No âmbito da responsabilidade civil obrigacional do intermediário financeiro, destaca-se o artigo 18º, alínea c) da LCCG, que dispõe que são absolutamente proibidas as cláusulas contratuais gerais que excluam a responsabilidade por não cumprimento

¹²⁶ Leitão, Luís Menezes (2000), “Actividades de intermediação financeira e a responsabilidade civil do intermediário financeiro”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, p.148.

¹²⁷ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.241.

¹²⁸ Artigos 326º, nº5

¹²⁹ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.242.

definitivo ou incumprimento defeituoso, caso haja dolo ou culpa grave. O mesmo está previsto para os casos dos atos dos representantes ou auxiliares – artigo 18º, alínea d).

Do artigo 21º, alínea d) resulta que também é proibida a exclusão dos deveres que recaem sobre o prestador, em caso de cumprimento defeituoso.

Todavia, será possível uma cláusula contratual geral entre o intermediário e o cliente com o intuito de excluir a responsabilidade obrigacional, se esta for fundada em culpa leve.

A doutrina tem vindo a tecer considerações quanto a este tema. Uma parte faz uma interpretação restritiva do artigo 809º do CC, e portanto, exclui a responsabilidade fundada em culpa leve¹³⁰; outra considera que o Código Civil não deve ser mais restritivo que a LCCG, e permite uma cláusula de limitação ou exclusão da responsabilidade fundada em culpa leve.

Tem vindo a ser geralmente aceite pela doutrina, a admissão de uma cláusula de exclusão da responsabilidade civil do intermediário financeiro por culpa leve, mas limitá-la quando estiver em causa atos praticados por representantes ou auxiliares¹³¹.

Na esteira do pensamento de Gonçalo Castilho dos Santos¹³², pensamento com o qual perfilhamos por completo, não é admissível a existência de cláusulas que excluam, ou limitam, a responsabilidade do intermediário financeiro.

O artigo 324º, nº1 afasta a derrogação admitida pelo artigo 800º, nº2 do CC, proibindo a admissão de cláusulas de exclusão de responsabilidade, de acordo com o artigo 809º do CC e com o artigo 18º, alínea d) do LCCG.

Concluimos, portanto, pela inadmissibilidade de se convencionarem cláusulas que excluam a responsabilidade do intermediário financeiro por atos praticados por seu representante, ainda que esteja apenas em causa a culpa leve.

Outra questão, completamente diferente, será aquela de considerar admissível, ou não, cláusulas de limitação da responsabilidade civil obrigacional do intermediário financeiro, independentemente do tipo de culpa do intermediário, numa cláusula contratual geral, ou qualquer contrato negocial clássico.

¹³⁰ Monteiro, António Pinto (1999), *Cláusula Penal e Indemnização*, Almedina, p.255.

¹³¹ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.245.

¹³² Idem.

Entende Gonçalo Castilho dos Santos, que o intermediário financeiro tem obrigação de observar vários deveres que pretendem construir confiança e segurança no investidor, para que este invista no mercado e para que obtenha lucros, então o intermediário financeiro terá de adotar a tal conduta diligentíssima¹³³, que temos vindo a falar.

Chegamos à conclusão, e seguindo a linha de pensamento de Gonçalo Castilho dos Santos¹³⁴, de que não deve ser possibilitada a limitação da responsabilidade do intermediário financeiro, por via convencional, pois isso iria pôr em causa o sistema de imputação da lei mobiliária. Não faria qualquer tipo de sentido, o intermediário que é o agente incumbido de transmitir o máximo de confiança e segurança, estando até mesmo sujeito a elevados padrões de lealdade, transparência e diligência, depois fosse possibilitado afastar ou limitar a responsabilidade subjetiva por culpa leve ou levíssima. Estaríamos assim, a distorcer os princípios imperativos do modelo de imputação da lei mobiliária.

6.2.3. Culpa do Cliente

É possível que o cliente possa contribuir culposamente para o agravamento dos danos de que o intermediário financeiro é responsável.

A regra geral está prevista no artigo 570º do CC. Nesta sede, a lei mobiliária apenas refere o artigo 149º, nº3, relativo à responsabilidade civil pelo conteúdo do prospeto.

Para a lei civil, apenas importam os atos culposos do lesado, e importa para efeitos de indemnização saber a gravidade das diversas culpas e as consequências delas resultantes.

Antes de mais, a culpa do cliente é aferida segundo o critério geral do artigo 799º do CC, já a culpa do intermediário financeiro continua a assentar no critério “*diligentissimus pater familias*” do artigo 304º, nº2. Estes elevados padrões de diligência, pressupõem um elevado grau de responsabilidade do intermediário financeiro na orientação dos acontecimentos. Ou seja, em caso de concurso de culpas, a negligência do cliente na sua estratégia de investimento, só poderá acontecer pelo desleixo por parte do

¹³³ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.246.

¹³⁴ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.247.

intermediário financeiro, que tem a obrigação de aconselhar o seu cliente, afastando-o de qualquer decisão não adequada – artigo 304º, nº3 e 312º, nº2.

Assim, em concurso de culpas, a culpa do cliente lesado será sempre desvalorizada em relação à do intermediário financeiro.

A questão da relevância negativa da causa virtual neste âmbito surge relativamente à indemnização, ou seja, se o pode isentar o lesante ou não.

Para a lei civil é admissível essa isenção, desde que se comprove que o dano seria igualmente provocado por outro acontecimento que não a causa real.

Já a lei mobiliária nada diz a este respeito. Como refere Gonçalo Castilho dos Santos, deverá aqui relevar que a proteção do investidor suscita uma especial tutela da confiança deste nos mercados de capitais, e no seu tráfego¹³⁵. Está em causa a prossecução do interesse público no que respeita aos mercados. Estes têm de ser espaços de confiança. E, portanto, não seria de admitir uma relevância negativa da causa virtual, uma vez que levaria a uma insegurança relativamente à demonstração do “nexo de causalidade”, bem como a insegurança por parte dos investidores o que diminuiria a eficiência dos mercados.

O prazo de prescrição da obrigação de indemnização para a responsabilidade civil do intermediário financeiro é de dois anos e, encontra-se prevista e regulada no artigo 324º, nº2. Este prazo é mais curto, comparativamente com o prazo do artigo 309º, que se justifica pelo silêncio do cliente, presumindo-se cumpridas as obrigações do intermediário financeiro.

Este prazo começa a contar a partir da data em que o lesado tenha conhecimento do término do contrato.

6.4. Natureza jurídica da responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente

Como temos vindo a estudar, a lei estabelece maioritariamente uma imputação subjetiva dos danos ao intermediário financeiro.

No entanto, não podemos esquecer também os casos em que a lei admite a responsabilidade civil do intermediário, mesmo estando este isento de culpa, como é o caso da responsabilidade civil pelos atos de representantes e auxiliares previsto nos

¹³⁵ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.256.

artigos 324º, e 800º do CC, e a responsabilidade civil na execução da ordem, previsto no artigo 334º. É certo que são exceções, mas nem por isso deixam de ser pertinentes.

Gonçalo Castilho dos Santos junta a este leque de exemplos, outros aos quais ele intitula de “responsabilização objetivada ou objetivizante”¹³⁶. São eles quando a lei impõe um regime de ponderação de culpa bastante mais exigente – artigo 304º, nº2, distanciando-se da noção de “bom pai de família” do Código Civil. Outro exemplo, que se coaduna a este é a presunção de culpa, prevista no artigo 304º-A, nº2, que para além de se aplicar à responsabilidade civil pré-contratual, agora também se aplica à responsabilidade civil por incumprimento dos deveres de informação.

Apesar de todas estas considerações, o autor afirma ser inquestionável que, sem dúvida, esta é uma responsabilidade subjetiva, uma vez que é fundada na culpa, presente nos artigos 304º, nº2, e 314º¹³⁷.

O Autor considera que a *ratio* destas normas objetivizantes poderia, eventualmente, estar no risco próprio da atividade de intermediação financeira, mas que rapidamente descarta a ideia fundamentando que é difícil a aproximação da atividade de intermediação financeira à de uma atividade perigosa, fazendo um paralelismo com o artigo 493º, nº2 CC¹³⁸.

Adiciona que, os contratos de intermediação financeira comportam uma álea, portanto há uma ponderação do risco da operação com a pretensão de obter vantagens patrimoniais. Portanto, o intermediário caso tenha agido diligentemente, não responderá pelas perdas do seu cliente, ou seja, não haveria dano para efeitos de imputação.

Para darmos resposta a esta questão da natureza jurídica, e seguindo a opinião desenvolvida por Gonçalo Castilho dos Santos, devemos analisar do prisma da tutela da confiança e da função económico-social subjacente ao contrato de intermediação financeira.

O intermediário financeiro é o agente que tem de transparecer confiança, que encerra dentro de si o dever de criar credibilidade nos mercados, perante os outros agentes. Tem a obrigação de estabelecer elevados níveis de exigência no exercício da sua

¹³⁶ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.270.

¹³⁷ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.271.

¹³⁸ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.272.

atividade profissional, bem como é ele que tem de atrair o investimento do cliente, por sua iniciativa.

Para Gonçalo Castilho dos Santos, isto faz com que “*a lei acabe por alargar as suas fórmulas tradicionais (ex vi da lei civil) de imputação objetiva*”¹³⁹.

Podemos, desta forma, concluir que o ponto fulcral resume-se à confiança transmitida pelo intermediário financeiro, sendo estes o elo de ligação entre o mercado e o cliente-investidor.

¹³⁹ Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); ob. cit., p.275.

CONCLUSÃO

Os mercados de capitais definem-se por serem sistemas onde, de acordo com regras, e geridos por uma entidade gestora de mercado, possibilitam o encontro de interesses na compra e venda de instrumentos financeiros.

A DMIF desenvolveu a grande parte das regras aplicáveis nos mercados de capitais da União Europeia, e, portanto, do nosso também.

A noção de intermediário financeiro é desenvolvida através do que consideramos atividade de intermediação financeira, uma vez que só ele está autorizado a exercê-la profissionalmente.

O intermediário financeiro tem deveres quer perante o cliente-investidor, quer perante o mercado.

Dentro dos deveres relativos ao investidor, podemos distinguir dois momentos: o pré-contratual e o durante a execução do contrato.

No pré-contratual, encontramos deveres como o da categorização do cliente (artigo 30º), o dever de avaliação da adequação da operação consoante o tipo de cliente, e deveres relativos à prestação de informações.

Por clientela mobiliária entende-se a relação entre o intermediário financeiro e o cliente, baseada na confiança relativamente à prestação de serviços por aquele.

A celebração de um contrato não é obrigatória para que o cliente possa ser considerado investidor.

Durante a execução do contrato, encontramos vários deveres vertidos em normas que visam proteger a confiança dos clientes nos intermediários financeiros. Para isso a lei exige uma conduta diligente, leal e transparente perante o cliente. Estes são considerados deveres de prestação baseados na boa-fé.

A diligência está intrinsecamente ligada a uma atitude, a um comportamento que corresponda a uma *best execution*.

A conduta leal exige que o intermediário financeiro adote comportamentos que respeitem os interesses do investidor, salvaguardando o objeto negocial, evitando a intermediação excessiva, e prevenir conflitos de interesses, ou quando estes surjam, tenha uma conduta transparente.

Quanto à prossecução de uma conduta transparente visa-se garantir um nível de proteção elevado e equivalente em relação a cada tipo de investidor. A conduta

transparente pretende prevenir a exposição a riscos, e orientar o cliente na tomada de uma decisão adequada.

É extremamente importante a prestação de informação na relação estabelecida entre intermediário financeiro e o investidor. Estes não são deveres acessórios de conduta, mas deveres secundários de prestação à luz dos artigos 312º, nº1 ou 336º.

O contrato de intermediação não é necessariamente um contrato *intuitu personae*.

A receção, transmissão e execução de ordens é o que se considera com um contrato de intermediação financeira típico e inominado.

Em todos os contratos de intermediação financeira os deveres surgem como obrigações técnicas.

O Código dos Valores Mobiliários constitui um regime geral de responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente, recorrendo à lei civil e regimes de imputação especiais.

Uma vez que a relação entre o intermediário financeiro e o cliente é baseada no dever de realizar a prestação devida por parte do intermediário, estamos perante uma relação obrigacional. Sendo que a responsabilidade surge quando este dever é incumprido.

O artigo 304º, nº2 considera que para aferir a culpa do intermediário, a conduta deste deverá ser avaliada de acordo com um padrão de *diligentississimus pater familias*.

O ónus da culpa previsto no artigo 304º-A, nº1 caberia a quem fosse lesado, mas por força da aplicação artigo 487, nº1 do CC em consonância com o 304º-A, nº2, esse ónus da prova caberá ao intermediário financeiro, que deverá provar de que cumpriu com todos os deveres que lhe são exigidos legal e regulamentarmente.

O cálculo da indemnização deverá ser feito de acordo com a teoria da diferença, atendendo a um “valor subjetivo”.

Concluindo, a responsabilidade civil do intermediário financeiro tanto pode ser subjetiva, como objetiva.

A responsabilidade subjetiva do intermediário é aquela que é fundada na culpa do intermediário financeiro, baseada nos artigos 304º-A, nº2 articulando com o artigo 304º, nº2.

Já a responsabilidade objetiva do intermediário é aquela que se retira da aplicação dos artigos 324º, em consonância com os artigos 800º e 809º do CC, mas não só. Aqui releva também a importância que o intermediário financeiro tem nos mercados, bem como o clima de confiança e segurança que é indispensável ao bom funcionamento do mercado.

FONTES

- Legislação:

Diretiva dos Mercados De Instrumentos Financeiros

Código dos Valores Mobiliários

Código dos Mercados dos Valores Mobiliários

Código Comercial

Código Civil

- Jurisprudência:

Acórdão da Relação de Lisboa de 04-12-2012 (Ana Resende) em dgsi.pt.

Acórdão da Relação do Porto de 24-03-2014 (Manuel Domingos Fernandes) e dgsi.pt.

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 06-06-2013 (Abrantes Geraldes) em dgsi.pt.

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 15-11-2007 (Santos Bernardino) em dgsi.pt.

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 10-01-2013 (Tavares de Paiva) em dgsi.pt.

BIBLIOGRAFIA

Afonso, Ana (2007), *O contrato de gestão de carteira – deveres e responsabilidade do Intermediário financeiro*, Almedina.

Antunes, J. Engrácia, (2009) “Os Contratos de Intermediação Financeira”, *Boletim da Faculdade de Direito*, Volume LXXXV.

Almeida, António Pereira de (2013), *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados – Volume 2*, Coimbra, Coimbra Editora.

Almeida, Carlos Ferreira de (1997), “As transacções de conta alheia no âmbito da intermediação no mercado de valores mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, LEX.

Almeida, José Queirós (2006), “Contratos de Intermediação Financeira enquanto categoria jurídica”, em *Cadernos dos Mercados de Valores Mobiliários nº292*.

Alpa, Guido (1997), “Princípios gerais e Direito dos contratos. Um inventário de Dicta e de Questões”, em *Contratos: Actualidade e evolução*, Porto.

Assman, Heinz-Dieter (1982), *The Broker-dealer’s liability for Recommendations (European University Studies, Peter Lang*.

Câmara, Paulo (2009), “Os deveres de categorização de clientes e de adequação dos intermediários financeiros”, *Direito Sancionatório das Autoridades Reguladoras*, Coimbra, Coimbra Editora.

Câmara, Paulo (2013); *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina.

Castro, Carlos de Osório (1996), *Valores Mobiliários: conceito e espécies*, UCP.

Cordeiro, António Menezes (2011), *Da Responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades Comerciais*, Almedina.

Cordeiro, António Menezes (2012), *Tratado de Direito Civil - Direito das Obrigações I*.

Cordeiro, António Menezes (2013), *Da boa-fé no Direito Civil*.

Cordeiro, António Menezes (2014), *Manual do Direito Bancário*, Almedina.

Duarte, Rui Pinto (2000), “Contratos de Intermediação Financeira no Código dos Valores Mobiliários”, *Caderno do Mercado dos Valores Mobiliários*, (7).

Ferreira, Eduardo Paz (2000), “Informação e Mercado de Valores Mobiliários”, em *Separata da Revista da Banca*, n.º 50, Julho/Dezembro de 2000.

Ferreira, José Amadeu (1997), *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, AAFDL.

Gameiro, Isabel Marques; Carla Soares, João Sousa (2011), “Política Monetária e estabilidade financeira: em debate em aberto”, em *Boletim Económico do Banco de Portugal*

Gomes, Fátima (1994), “Subscrição Indirecta e Tomada Firme”, em *Direito e Justiça*, Volume VIII, Tomo I.

Gomes, Fátima (2002), “Contratos de Intermediação Financeira, Sumário Alargado”, em *Estudos Dedicados ao Prof. Doutor Mário Júlio Almeida Costa*, Lisboa, UCP Editora.

Guedes, Agostinho Cardoso (1988), “A Responsabilidade do Banco por informações à Luz do artigo 485 do Código Civil”, *Revista de Direito e Economia*, Volume XIV.

Leitão, Luís Menezes (2014), *Direito das Obrigações – Volume I*, Almedina.

Leitão, Luís Menezes (2000), “Actividades de intermediação financeira e a responsabilidade civil do intermediário financeiro”, em *Direito dos Valores Mobiliários*.

Lorenzi, Valeria de (1999), “Correttezza e diligenza precontrattuali: il problema económico”, em *Riv. dir. comm.*

Marques, Mafalda Gouveia; Mário Freire (1998), “Informação no Mercado de Capitais” em *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*.

Martins, Fazenda (2000), “Deveres dos intermediários financeiros, em especial, os deveres para com os clientes e o mercado” em *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*.

Monteiro, António Pinto (1999), *Cláusula Penal e Indemnização*, Almedina.

Monteiro, Jorge Ferreira Sinde (1989), *Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações*, Almedina, Coimbra.

Nunes, Fernando Conceição (2000), “Os Intermediários Financeiros”, em *Direito dos Valores Mobiliários*, Volume II.

Rebelo, Maria Pereira (2002), “Contrato de Registo ou Depósito dos Valores Mobiliários – Conceito e Regime”, em *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários* (15).

Rodrigues, Catarina Alexandra Figueiredo (2009), *Contrato de colocação com tomada firme*, Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídicas Empresariais, Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa.

Rodrigues, Pedro Miguel S. M. (2013), “A Intermediação Financeira: em especial, os deveres de informação do intermediário perante o cliente”, em *Revista Jurídica Digital Data Venia* (Online)

Disponível em:
http://www.datavenia.pt/ficheiros/edicao02/datavenia02_p101-132.pdf

Santos, Gonçalo Castilho dos (2008); *A responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*; Almedina.

Santos, Teixeira Fernando dos (2001), “Mercado de Capitais Português – um olhar sobre o passado a pensar no século XXI”, (Artigo para O Economista).

Silva, João Calvão da (2002), *Direito Bancário*, Almedina.

Silva, João Calvão da (2013), *Banca, Bolsa, Seguros*, Almedina.

Tavares, Carlos (2008), “Implicações da Transposição da DMIF”, comunicação apresentada no Colóquio A Transposição da DMIF – Balanço de 6 meses do novo regime dos mercados e da intermediação financeira, realizado na Comissão

do Mercado de Valores Mobiliários, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 16 de Maio de 2008.

Veiga, Alexandre Brandão (2001), “A profissionalidade na Intermediação financeira”, em *Cadernos dos Valores Mobiliários*, Lisboa.

Veloso, António José (1997), "Churning: Alguns Apontamentos, com uma proposta legislativa", em *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex.

Fonte digital:

- CMVM (2007), “A Directiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF): Uma leitura guiada”, (Online).

Disponível em:

<http://www.cmvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/Cmvm/Pages/DMIF.aspx>

- CMVM (2009): “O Perfil do Investidor Particular Português” (Online).

Disponível em:

<http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Em%20Arquivo/Pages/O%20Perfil%20do%20Investidor%20Particular%20Portugu%C3%AAs.aspx>